البترودولار والاستثمار الأجنبي

دراسة تحليلية

تداعيات أسعار البترول على أسواق رأس المال والتمويل الدولي



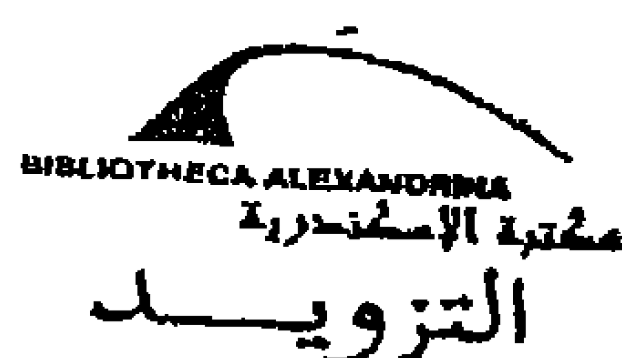
دكتور

د.إمام محمد سعد

البترودولار والاستثمار الأجنبي

دراسة تحليلية

لتداعيات البترودولار على أسواق رأس المال والتمويل الدولي



دكتور

إمام محمد سعد

الناشر

المكتب العربي للمعارف

عنوان الكتاب : البترودولار والاستثمار الأجنبي
اسم المؤلف : دكتور/ إمام محمد سعد
تصميم الغلاف : د. إمام محمد سعد

الناشر
المكتب العربي للمعارف
٢٦ شارع حسين خضر من شارع عبد العزيز فهمي
ميدان هليوبوليس - مصر الجديدة - القاهرة
تليفون/ فاكس: ٢٦٤٢٣١١٠-٠١٢٨٣٣٢٢٢٧٣
بريد إلكتروني : Malghaly@yahoo.com

الطبعة الأولى ٢٠١٤

رقم الإيداع : ٢٠١٣/١٤٣٢٨
الترقيم الدولي : I.S.B.N.978- 977-276-642-0

قال تعالى :

"فَأَمَّا الزَّبَدُ فَيَذْهَبُ جُفَاءً وَأَمَّا مَا يَنفَعُ النَّاسَ فَيَمْكُثُ فِي الأَرْضِ"

سورة الرعد، الآية ١٧

روي في الزبر الأولى:

"الاشياءُ التي تروى مشافهةً لا يحقُ لكَ اثباتها بالكتابة"

إهـــــداء

إلى صديقي العزيز،،، إلى معلمي و مرشدي،،،

إلى سندي وتاج رأسي،،، إلى غايتي في الحياة،،،

أبي الغـــالي.

إلى بحر الحنان،،، ومنبع الحب،،، ونهر العطاء،،،

إلى الشمعة التي ذابت لكي تنير طريقي،،،

أمي الحبيبة.

إلى معلمي وقدوتي وأبي الروحي،،،

الأستاذ الدكتور/ سامي عفيفي حاتم

شكرًا وتقديرًا

المقدمة

يلعب البترول دورًا اقتصاديًا بالغ الأهمية في الاقتصاد العالمي، حيث يعد أهم المتغيرات الاقتصادية لدول العالم، سواء الدول المنتجة أو المستوردة المتقدم منها والنامي؛ وذلك على أساس أن البترول يعد أهم مصدر للطاقة بالمقارنة بمصادر الطاقة الأخرى، وذلك سواء من حيث الوفرة أو تكلفة الاستخراج.

وترجع الأهمية الاقتصادية للبترول للدول المتقدمة المستوردة له في كونه الركيزة الأساسية لارتفاع مستوى النمو الاقتصادي، وكذلك مستوى المعيشة في هذه الدول؛ ويتضح ذلك في جانبين: يتمثل **الجانب الأول** في كون البترول من أهم مصادر الطاقة في العملية الإنتاجية، **والجانب الثاني** في كون البترول المصدر الأساسي في صناعة البتر وكيماويات، والتي تعتبر من أهم الصناعات في هذه الدول، والتي تتمتع بميزة بالغة الأهمية الاقتصادية؛ متمثلة في ارتفاع القيمة المضافة لهذه الصناعة.

وعلى جانب الدول النامية، يعد البترول من أهم مصادر الطاقة لديها بجانب استخداماته في العديد من الصناعات الأخرى، الأمر الذي يزيد من الأهمية الاقتصادية للبترول لهذه الدول؛ وذلك لكي تزيد أو تحافظ على قدرتها على تحقيق معدلات نمو تتماشى وأهدافها التنموية، وذلك من حيث مقارنة البترول بالمصادر الأخرى للطاقة، لاسيما في ظل الميزة التي يتمتع بها البترول من حيث الوفرة وسهولة الاستخراج بالمقارنة بالمصادر الأخرى للطاقة.

ووفقًا للتوقعات الدولية فإن الطلب العالمي على البترول ومنتجاته يمتد في الأجل الطويل؛ وذلك لصعوبة إيجاد مصدر آخر للطاقة يستطيع أن يحل محل البترول، وفي حالة وجود هذا البديل، فلابد من أن تتم مقارنته على أسس تنافسية اقتصادية مع البترول، بالإضافة إلى عدم قدرة أي مادة أخرى بخلاف البترول أن تكون مصدرًا لصناعة البتروكيماويات، والتي تعد من أهم الصناعات التي تعتمد عليها اقتصاديات الدول المتقدمة (سواء من حيث إنتاجها محليًا أو الاستثمار فيها خارجيًا).

ومن جانب الدول المنتجة للبترول، نجد أن غالبية هذه الدول نامية تعاني من نقص الموارد الاقتصادية، ويعد البترول هو المورد الاقتصادي الوحيد

لديها، ومن ثم فإن عائدات البترول تعتبر هي المصدر الأساسي في تمويل التنمية الاقتصادية في هذه الدول. فمع ارتفاع أسعار البترول وجدت هذه الدول نفسها أمام تحدي كبير في اغتنام الفرصة التي لاحت لها والعمل على بناء طاقات إنتاجية جديدة تهدف إلي تنويع مصادر الدخل القومي دون الاعتماد على عوائد البترول فقط، ومن ثم فإن العائدات المالية للبترول تعد هي الركيزة الأساسية للتنمية في هذه الدول، مع الآخذ في الاعتبار حق الأجيال القادمة في مستوى معيشة أفضل لاسيما أن البترول مصدر قابل للنضوب.

ليس هذا فحسب، بل أن ضيق القدرة الاستيعابية لاقتصاديات الدول المنتجة للبترول على استيعاب كافة العائدات البترولية كان له تأثيرًا بالغ الأهميةِ على تدوير تلك الفوائض المالية، سواء داخل الدول البترولية أو على مستوى الاستثمار الأجنبي على الصعيد العالمي.

من العرض السابق يتضح الدور الذي قد تؤثر به ارتفاع أسعار البترول في الاستثمار الأجنبي، ويتضح ذلك فيما يلي:

أولاً : من حيث أثر ارتفاع أسعار البترول على الدول الغير بترولية، لما قد تولده من آثار سلبية على الاستثمار الأجنبي بنوعيه، والناتج عن ارتفاع تكاليف الإنتاج لاسيما ارتفاع تكلفة السلع الرأسمالية، وكذا ارتفاع المستوى العام للأسعار، ومن ثم انخفاض الطلب، مما قد يؤثر على الاستثمارات الأجنبية، سواء المباشرة أو الغير مباشرة (الاستثمارات الأجنبية في محفظة الأوراق المالية).

ثانيًا: الآثار الاقتصادية الناتجة عن ارتفاع الفوائض المالية للدول المنتجة للبترول وسبل استثمارها، بما يدعم تنويع الهيكل الاقتصادي الداخلي لهذه الدول، بالإضافة إلى الاستثمارات الخارجية لها، والناتجة عن ضعف القدرة الاستيعابية لاقتصاديات الدول البترولية من استيعاب كافة الفوائض المالية للبترول، مما ترتب عليه تحركات رؤوس أموال في الدول المختلفة رغبّة منها في توظيف هذا الفوائض، ومن ثم احتمالية تأثير تلك الفوائض على الاستثمارات الأجنبية في الدول غير البترولية.

ثالثًا: قد يخلق الارتفاع في أسعار البترول مناخًا غير ملائم للاستثمارات الأجنبية المباشرة المرغوب في استقطابها أو الاستثمارات القائمة، وذلك على صعيد نوعي الاستثمارات الأجنبية المباشرة، أو الاستثمارات الغير مباشرة لمحفظة الأوراق المالية، أو في القطاع المالي للدولة المضيفة كما ستوضحه الدراسة.

هذا وتعد الطفرة النفطية الثالثة من أهم الأحداث الاقتصادية التي حدثت في العقد الأول من القرن الواحد والعشرين، والتي نتج عنها ارتفاعات مستمرة ومتواصلة وغير متوقعة في أسعار البترول خلال هذه الفترة، فقد ارتفع سعر برميل البترول لسلة أوبك من ٢٣,١٢ $/ للبرميل عام ٢٠٠١ إلى ٢٨,١٠ $/ للبرميل مع بداية الطفرة النفطية الثالثة في عام ٢٠٠٣ وصولاً إلى ما يقرب من ٣٦,٠٥ $/ للبرميل لعام ٢٠٠٤ و على نفس المنوال لعام ٢٠٠٥ فقد وصل سعر برميل البترول إلى ٥٠,٦٤ $/ للبرميل إلى أن وصل إلى ما يقرب من ٦١,٠٨ $/ للبرميل عام ٢٠٠٦ وصولاً إلى ٦٩,٠٨ $/ للبرميل لعام ٢٠٠٧ إلى أن اقترب سعر برميل البترول بنهاية الطفرة النفطية الثالثة إلى ٩٤,٤٥ $ عام ٢٠٠٨.

وتعد ظاهرة الفوائض المالية البترودولارية للدول الأعضاء في أوبك نتاجًا لما تعانيه هذه الدول من ضعف الطاقة الاستيعابية لها، بالإضافة إلى انخفاض عدد السكان وضيق السوق المحلي، وأيضًا تراجع مستوى التقدم الفني، الأمر الذي يحث هذه الدول إلى التوجه الخارجي لهذه الفوائض المالية في صورة استثمارات أجنبية في الدول غير البترولية، ومن ثم تتحرك هذه الفوائض المالية – البترودولارية – إلى الخارج في صورة استثمارات مباشرة في المشروعات الصناعية، والتجارية، و السياحية، وفي أسواق العقارات، والاستثمارات الغير مباشرة مثل: الأسهم والسندات وأذون الخزانة والودائع المصرفية، الأمر الذي يترتب عليه خروج هذه الأموال من معادلة التنمية في الدول المنتجة للنفط.

وعلى الجانب الآخر نجد أنه مع الارتفاع المستمر في أسعار البترول صاحبه انتقالات كبيرة في رؤوس الأموال إلى الخارج، فقد ارتفعت صافي

تدفقات رؤوس الأموال إلى الخارج لمجموعة من الدول البترولية الأعضاء في أوبك حيث قدرت إجمالي الاستثمارات الأجنبية للسعودية ٢٨٢ مليار دولار بنهاية الطفرة النفطية الثالثة عام ٢٠٠٨، وعلى نفس المنوال قدرت الاستثمارات الأجنبية للكويت بحوالي ٩٩ مليار دولار لنفس العام، وحوالي ٥٠ مليار دولار لدولة فنزويلا، كما قدرت لدولة الإمارات العربية المتحدة بنحو ١٨٦ مليار دولار لعام ٢٠٠٨.

الفصل الأول

التحليل الاقتصادي للسوق العالمية للبترول

مقدمه:

يعتني الفصل الأول من هذه الدراسة بتناول أسعار البترول؛ وذلك من خلال عرض المفهوم العلمي للبترول، وكذلك الأهمية الاقتصادية له في الاقتصاد الدولي سواء للدول المنتجة، أو الدول المستوردة، وأيضًا للدول النامية والدول المتقدمة، كما يتناول الفصل التحليل الاقتصادي للسوق العالمية للبترول خلال القرن العشرين؛ بهدف توضيح الكيفية التي يتحدد بها سعر البترول خلال تلك الفترة، مع التركيز في الجزء الثالث من هذا الفصل على التحليل الاقتصادي الجزئي لقوى العرض والطلب للسوق العالمية للبترول.

ويتناول الفصل في الجزء الرابع تحديدًا لأهم العوامل الاقتصادية التي من شأنها التأثير في تحديد سعر البترول خلال فترة الدراسة، والتي تعرف بالطفرة الثالثة لأسعار البترول، وأخيرًا يستعرض في الجزء الخامس والأخير منه النماذج الاقتصادية المفسرة للتنبؤ بأسعار البترول؛ من خلال تلاقي القوى المحددة له في أسواق التداول وفق تباين أنواعها.

١/١ الأهمية الاقتصادية للبترول:

تتناول الدراسة لاحقًا المفهوم العلمي للبترول، وكذلك الأهمية الاقتصادية للبترول في الاقتصاد العالمي وذلك على النحو التالي:

١/١/١ مفهوم البترول:

البترول كلمة مشتقة من اللغة اللاتينية؛ بمعنى زيت الصخر ***petra+oleum***، ويتواجد البترول إما عند سطح الأرض أو في باطنها ويأخذ أحد الشكلين الآتيين[١] :

---

(1) يراجع في هذا الشأن:

– حسين عبد الله (٢٠٠٣)، "البترول العربي"، دار النهضة العربية، القاهرة، ص ١.=

- **الشكل السائل (النفط):** وهو ما يعرف بالزيت الخام ***Crude Oil***، ويوجد على شكل سائل دهني يتميز بأن له رائحة مميزة وتتعدد ألوانه مابين: الأسود، والأخضر، والبني، والأصفر، كما أنه يختلف من نوع إلى نوع وفق ما يعرف بالكثافة النوعية للزيت الخام.
- **الشكل الغازي:** وهو ما يعرف بالغاز الطبيعي، والذي يتكون من مجموعة من الغازات الأخرى مثل: الايثين (***Ethene***)، والبروبين (***Propane***).

ومن الملاحظ في هذا الشأن أن كلمة البترول تشير إلى كل من النفط والغاز الطبيعي، ولكن سيتم استخدام كلمة البترول في هذه الدراسة للتعبير على الزيت الخام (النفط).

٢/١/١ الأهمية الاقتصادية للبترول:

تعرض الدراسة في تناولها للأهمية الاقتصادية للبترول، دور البترول كأحد أهم مصادر الطاقة، وكذلك الأمر بالنسبة للمشتقات البترولية وأهميتها على صعيد الاقتصاد العالمي، وأيضًا تناول الأهمية الاقتصادية للبترول لدول العالم باختلاف درجات نموها.

١/٢/١/١ البترول كأحد أهم مصادر الطاقة:

منذ أن عرف البترول منذ حوالي مائة وخمسين عامًا؛ وذلك عند اكتشاف "آدر وبن ديريك" لأول بئر بترول في ولاية بنسلفانيا في الولايات المتحدة الأمريكية، والبترول يعد أهم مصدر للطاقة في العالم، وذلك بالمقارنة بالمصادر الأخرى للطاقة؛ حيث يستأثر البترول بحوالي ٤٣,٣% من إجمالي الاستهلاك العالمي للطاقة، مقارنة بـــ ٢٥,١% للفحم، وحوالي ٢١% للغاز الطبيعي [١]، ليس هذا فحسب، ولكن يعد البترول المصدر الأوفر، والأقل تكلفة،

= – عبد المنعم السيد علي (١٩٨٩)، "دراسات في اقتصاديات النفط العربي"، معهد البحوث والدراسات العربية، ص ١١.

(١) حسين عبد الله (٢٠٠٣)، "البترول العربي"، مرجع سبق ذكره، ص ١١.

والأقل ضررًا على البيئة؛ بالمقارنة بالمصادر الأخرى القابلة للنضوب من مصادر الطاقة[1].

٢/٢/١/١ أهمية البترول من حيث المنتجات المشتقة:

من أهم المزايا التي يتمتع بها البترول بالمقارنة بالمصادر الأخرى للطاقة؛ تنوع وكثرة المنتجات المشتقة منه، وتعدد استخداماتها وكثرة الصناعات التي يعد البترول من أهم الروابط الخلفية لها، فباستخدام التقطير، والتصنيع، والتكرير يمكن الحصول على العديد من المنتجات الأخرى، فتنقسم المنتجات البترولية إلى أربعة أقسام رئيسية هي: الوقود، ومواد التزييت والتشحيم، والشموع، مركبات البيتومين. والتي يتولد عن كل قسم من تلك الأقسام العديد من المنتجات الفرعية، والتي تكون بدورها ذات أهمية في الحياة الاقتصادية.

هذا ويعد البترول هو الشريك الأساسي لصناعة البتروكيماويات؛ والتي تعد من أهم الصناعات على مستوى العالم، ولعل ذلك يرجع إلى [2] :

- ارتفاع القيمة المضافة لصناعة البتروكيماويات؛ حيث يعتبر عائد تلك الصناعة أكبر من عوائد البترول الخام بسبع مرات.
- تعمل صناعة البتروكيماويات على خلق العديد من المنتجات الأخرى المشتقة من البترول، هذا مما يترتب عليه زيادة الأهمية الاقتصادية للبترول ليس كمجرد مصدر للطاقة، ولكن كمصدر لمنتجات أخرى.

وبصفه عامه يستخدم البترول في توليد الطاقة في المحركات، وتوليد الكهرباء في المساكن، والمتاجر، والمصانع. كما يمتاز البترول عن وسائل الطاقة الأخرى ولاسيما الفحم؛ حيث إن الفحم يصعب إحراقه بسرعة وفاعلية بنفس الكفاءة التي يحترق بها البترول؛ والذي يعرف بالاحتراق الكامل، والذي

---

(1) النشرة الاقتصادية للبنك الأهلي المصري (٢٠٠٧)، المجلد الستون، العدد الثاني، ص ١٣- ١٥.

(2) يراجع في ذلك :

– مجلة الجريدة الكويتية (٢٠٠٩)، القسم الاقتصادي، النفط والطاقة، العدد ٦١٨.

- OECD Economic Outlook (2007), No. 76, PP 10-12.

لا يتخلف عنه أي مواد ملوثة للبيئة، أو على الأقل بنسبة متواضعة للغاية مقارنةً باحتراق الفحم مثلاً.

هذا ويعد البترول الشريك الأساسي في عملية النقل بكافة أنواعها: البحري، والبري والجوي، والتي تعد – عملية النقل – من القنوات الرئيسية لنقل أثر ارتفاع أسعار البترول إلى المستهلك النهائي؛ مما يترتب عليه التأثير على التجارة الخارجية، والتأثير في معدلات التضخم.

٣/٢/١/١ الأهمية الاقتصادية للبترول بالنسبة للدول المنتجة والدول المستهلكة:

يعد البترول الشريك الأساسي في الحياة الاقتصادية لدول العالم سواء الدول المنتجة، أو الدول المستهلكة، المتقدمة منها والنامية؛ ويتضح ذلك من خلال العرض التالي لدور البترول في الحياة الاقتصادية، والتي تنعكس بدورها على أهمية التغيرات في أسعار البترول على هذه الدول.

فعلى صعيد **الدول المتقدمة** ترجع أهمية البترول لهذه الدول؛ في أن التقدم الاقتصادي وارتفاع مستوى المعيشة فيها ارتكز أساسًا على البترول والصناعات البترولية؛ وذلك في جانبين: يتمثل **الجانب الأول** في أن البترول يعد المصدر الأهم للطاقة في هذه الدول مقارنة بالمصادر الأخرى؛ سواء في العملية الإنتاجية، أو في استهلاك القطاع العائلي، وعلى صعيد **الجانب الثاني** فيتمثل في صناعة البتروكيماويات، والتي تعد من أهم الصناعات على مستوى العالم، حيث يعد البترول المصدر الأساسي والوحيد لهذه الصناعة ذات القيمة المضافة العالية[1].

وفيما يتعلق بالدول النامية، فيعد البترول شريكًا مهمًا في عملية التنمية الاقتصادية بها، ومن ثم فإن الارتفاع في معدلات النمو الاقتصادية لهذه الدول يعد دالةً طردية في الطلب على البترول، ويرجع ذلك إلى الأهمية الاقتصادية للبترول، والتي أشارت الدراسة إليها سلفًا.هذا وتعد الصين من أهم النماذج الاقتصادية في هذا الشأن، حيث حققت معدلات نمو مرتفعة اقترنت بارتفاع في

---

(1) شهرزاد طه (١٩٨٧)، "اتجاهات أسعار البترول العربي خلال الفترة من ١٩٤٩-١٩٨٣"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم والسياسية،القاهرة، ص ٢٩٠-٢٩١.

الطلب على البترول، فقد ارتفع طلب الصين على البترول من ٤,٧ مليون برميل/ يوميًا، إلى ما يقرب من ٧,١ مليون برميل /يوميًا، أي بما يعادل ٥١% زيادة في طلبها على البترول[1]، وذلك خلال الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٧.

وفيما يخص **الدول المنتجة** فنجد أن غالبية هذه الدول نامية اقتصاديًا، كما تعاني غالبيتها من نقص الموارد الاقتصادية، ويعد البترول المورد الاقتصادي الأساسي لديها، ومن ثم فإن عائدات البترول المالية تعتبر هي المصدر الأساسي في تمويل التنمية الاقتصادية في هذه الدول[2] ، ومن هنا فإن التغيرات في أسعار البترول قد تؤثر على معدلات التنمية لهذه الدول.

١/١/٣ الآثار الاقتصادية لأسعار البترول على الاقتصاد العالمي:

من العرض السابق يتضح الدور الذي تؤثر به أسعار البترول في الاقتصاد العالمي، وعلى هذا النسق تعرض الدراسة في السطور التالية نمط التأثير الاقتصادي للتغيرات في أسعار البترول؛ لاسيما بالارتفاع على اقتصاديات دول العالم، وذلك كما يلي:

١/١/٣/١ الأثر على الاقتصاد العيني:

يؤثر ارتفاع أسعار البترول سلبيًا على العديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية في الدول المستوردة للبترول، مثل التأثير على العجز التجاري لميزان المدفوعات، والانخفاض في معدلات النمو الاقتصادية، وارتفاع تكاليف الإنتاج، الأمر الذي قد يترتب عليه ارتفاع معدلات التضخم وما يترتب عليها من آثارًا على السياسات النقدية في الدولة المستوردة، بالإضافة إلى الآثار السلبية على معدلات البطالة وكذلك على السياسات المالية(والتي ترتبط بالريع البترولي)، لاسيما في الدول الأوروبية، والتي تفرض معدلات ضرائب مرتفعة على المواد البترولية [3].

---

(1) النشرة الاقتصادية للبنك الأهلي (٢٠٠٧)، مرجع سبق ذكره، ص ١٩.

(2) نجلاء الأهواني (١٩٧٩)، "النفط العربي ونمط استخدام عائداته في الدول العربية"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، القاهرة، ص ١-١٠.

(3) Majidi. M (2006), "Impact Of Oil Price On International Economy" , Master Course, KTH University, P 2.

١/١/٣/٢ الأثر على الاقتصاد المالي:

حيث الآثار الاقتصادية الناتجة عن ارتفاع الفوائض المالية للدول المنتجة للبترول وسبل استثمارها بما يدعم تنويع الهيكل الاقتصادي الداخلي لهذه الدول، بالإضافة إلى الاستثمارات الخارجية لهذه الدول، والناتجة عن ضعف القدرة الاستيعابية لاقتصاديات هذه الدول من استيعاب كافة الفوائض المالية للبترول؛ مما ترتب عليه تحركات رؤوس أموال في الدول المختلفة؛ رغبة من هذه الدول في توظيف هذا الفائض [(١)].

يتضح لنا من العرض السابق الأهمية الاقتصادية للبترول في الاقتصاد العالمي؛ حيث يعد شريان الحياة في العالم الاقتصادي، ويتجسد ذلك في كونه الشريك الأساسي في العديد من الصناعات الهامة، وعلى الجانب المماثل تأثير التغيرات في أسعار البترول لاسيما بالارتفاع على الاقتصاد العالمي بوجه عام.

١/٢ التحليل الاقتصادي لتطورات أسعار البترول والسوق البترولية خلال القرن العشرون:

يهدف هذا الجزء إلى تحليل التطورات الاقتصادية في أسعار البترول، والسوق البترولية في القرن العشرين، وذلك بهدف تحليل سلوك كل من أسعار البترول والسوق البترولية خلال تلك الفترة، وكذلك فهم القوى الحاكمة والمؤثرة في ذلك السوق، وتوضيح السلوك الاقتصادي للأطراف المتعاملة في السوق العالمية للبترول خلال القرن الماضي، ومن ثم إمكانية عقد دراسة مقارنة لبيان الفروق إن وجدت ما بين قوى السوق البترولية خلال الفترة السابقة للدراسة، وتلك القوى للفترة محل الدراسة من عام ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨.

هذا ونجد أن هناك اختلافًا في تقسيم الفترات التي مرت بها أسعار البترول والعلاقات التبادلية الخاصة بالسوق البترولية، إلا أن هذا المبحث يقوم بتقسيمها إلى عصرين: عصر ما قبل أوبك، وعصر ما بعد أوبك، والذي يعرف بعصر الطفرات البترولية أو الصدمات البترولية، وذلك وفق تحليل الدول

---

(1) Ashby. T, Planter. L. C and Weeks. J (2006), **" Petrodollar And Global Imbalance "**, Office Of International Affairs. USA,PP4-6

المستوردة له. ويتناول كل عِقْد مجموعة من المراحل التي مرت بها التطورات في السوق البترولية، وكذلك الأسعار، وذلك على النحو التالي بيانه .

١/٢/١ عصر ما قبل أوبك:

يركز هذا الجزء على أهم التطورات في السوق العالمية للبترول خلال الفترة ما قبل إنشاء منظمة الدول المصدرة للبترول أوبك خلال ستينات القرن العشرين، وذلك في ثلاث مراحل بداية ما قبل الحرب العالمية الثانية مرورًا بمرحلة الحرب العالمية الثانية، وبداية عقد الخمسينات من القرن العشرين، على أن يُختتم هذا العصر بتطورات عقد الخمسينات والتي تُعد بداية إنشاء منظمة أوبك.

١/١/٢/١ مرحلة ما قبل الحرب العالمية الثانية:

لم يكن للبترول الخام في صورته الأولية أهمية تذكر في التجارة الدولية في تلك المرحلة، ولعل السبب الأساسي في ذلك يرجع إلى اعتماد الشركات العملاقة في مجال البترول على تصديره على هيئة منتجات؛ حيث كانت المصافي الخاصة بتصفية المنتجات البترولية قريبة من أماكن استخراج الزيت الخام، وكانت الولايات المتحدة الأمريكية هي المصدر الوحيد للبترول في صورتهِ الأوليةِ – الخام– (١).

تحددت الأسعار العالمية للبترول خلال تلك الفترة، عن طريق الولايات المتحدة الأمريكية، على أساس العَقد التِجاري فوب ***FOB*** في نقطة أساس الخليج الأمريكي، مضافًا إليها تكاليف نقل معيارية أي ليس وفق تكلفة الشحن إلى مكان الوصول، إلا أنه كان هناك اختلافًا ما بين أسعار البترول في بعض الأسواق عن سعر العَقد فوب المشار إليهِ عالية؛ ويرجع ذلك إلى اختلاف مرونة الطلب السعرية ما بين أسواق العالم، بجانب اختلاف درجة المنافسة ما بين الأسواق من حيث مصادر الطاقة المختلفة (٢).

---

(1) عبد المنعم السيد علي (١٩٨٩)، " دراسات في اقتصاديات النفط"، مرجع سبق ذكره، ص ٨٩–٩٠.

(2) سيد الخولي (١٩٩٢)، " اقتصاد النفط"، دار الحافظ للنشر والتوزيع،المملكة العربية السعودية، جده، ص ٣١٦–٣١٧.

وتعد من أهم السمات التي تميز السوق البترولية في هذه المرحلة؛ سيطرة الشركات البترولية العالمية على السوق بشكل كامل، وفي كافة مراحل إنتاج البترول من الاستخراج إلى التصفية. وعلى الجانب الآخر وبهدف تأكيد الشركات العالمية العملاقة سيطرتها على سوق البترول، عقدت مجموعة من الاتفاقيات فيما عرف باتفاق ألثمان الكبار، أو الكارتل العالمي لسوق البترول.

ويعد الهدف الأساسي من الكارتل العالمي في السوق البترولية؛ هو الحد من المنافسة ما بين تلك الشركات وبعضها البعض، وتأكيد السيطرة المطلقة لها على السوق من عملية الإنتاج إلى التصدير، وكذا تعيين حصة كل شركة من الكمية، وأسلوب التسعير في جميع الأسواق العالمية؛ عدا سوق الولايات المتحدة الأمريكية وذلك وفقًا للوزن النسبي لتلك الشركات.

ومن الجدير بالأسعار إلى تحديد الأسعار العالمية للبترول في السوق العالمية؛ في تلك الفترة هي؛ قيام الشركات العملاقة، أو الكارتل العالمي بعمل ما يعرف بالجداول السعرية، والتي تنقسم بدورها إلى نوعين من الأسعار : **الأول** الأسعار المعلنة، **أما الثانية** فهي الأسعار الداخلية.

وتهدف جدولة الأسعار إلى الحصول على أفضل سعر للبترول خارج سوق الولايات المتحدة الأمريكية، والتي كانت المصدر الأساسي للبترول في العالم. فيقوم الكارتل العالمي عن طريق توجيه سياستها السعرية لمواجهة حالات المنافسة؛ بهدف فرض السيطرة على السوق، فكانت الأسعار المُعلنة يتم التعامل بها مع الأطراف خارج الكارتل العالمي، أما الأسعار الداخلية فكانت تتعامل بها الشركات مع بعضها البعض، أو مع الشركات التابعة لها (١).

وتتمثل الشركات المكونة للكارتل العالمي في: ستاندر أويل نيوجيرسي (وهي الآن اكسون)، موبيل أويل، وتكساسكو، وستاندرد أويل -كاليفورنيا-، وكاف أويل، والبريطانية للبترول*BP*، والنفط الفرنسية، ورويال دويت شل. ولعل أهم اتفاقيات الكارتل التي قامت في تلك المرحلة اتفاقية الاكنا كاري "*Achnacary*" أو اتفاقية "*As is*" وذلك في ١٧ سبتمبر ١٩٢٨ ، وتمثل

---

(1) المرجع السابق مباشرة، ص٣١٨.

مُلخص هذه الاتفاقية في فرض السيطرةِ الكاملةِ لهذه الشركات على سوق البترول [١].

وتتمثّل مظاهر سيطرة الشركات البترولية العملاقة على السوق العالمي للبترول في النقاط التالية [٢]:

- السيطرة الكاملة لتلك الشركات على محددات السوق العالمية، من أنشطة البحث، والتطوير، والاستثمارات الموجهة، وأنشطة الاستخراج، والإنتاج، والنقل، والتوزيع، والتصفية، والتكرير، والتنقيب.
- اتفاقيات الكارتل العالمي بين الشركات البترولية العملاقة، سواء الاتفاقيات المعلنة، أو الاتفاقيات الضمنية على أساس اقتسام السوق من نواحيه المختلفة.
- قيام تلك الشركات على نظام الامتياز بينها، وبين الدول المنتجة؛ ويقوم نظام الامتياز بين شركات الكارتل العالمي ودول المصدر على أساس منح تلك الشركات سيادة كاملة على مصادر البترول في تلك الدول؛ مقابل منح مالية أولية عند منح الامتياز، ثم إيجار مُطلق خلال فترة التنقيب، ثم ريعًا عند البدء في العملية الإنتاجية؛ وذلك على أساس مبدأ احترام العقود ما بين الأطراف المتعاقدة.

وأخيرًا يعد من أهم سمات هذه المرحلة؛ كون الولايات المتحدة الأمريكية هي المورد الأساسي للبترول الخام، وكان يتم التسعير كما ذكر سلفًا على أساس العَقد التجاري فوب في نقطة أساس واحدة عالميًا؛ وهي خليج المكسيك، ويتمثل جوهر هذا النظام هو أن جميع المتعاملين في السوق العالمية للبترول؛ يحسبون أسعار هم وفق العَقد التجاري فوب المقبولة عمومًا في موقع واحد، وهي نقطة الأساس بالإضافة إلى تكاليف شحن معيارية؛ دون النظر إلى مكان تسليم البترول.

---

(1) حسين عبد الله (٢٠٠٣)،" البترول العربي"، مرجع سبق ذكره، ص ٥٥-٥٦.

(2) عبد المنعم السيد علي (١٩٨٩)،" دراسات في اقتصاديات النفط"، مرجع سبق ذكره، ص ٩١-٩٢.

ويعتبر هذا النظام نظامًا فعال ليس من حيث ضمان توحيد السعر العالمي للبترول فحسب، ولكن بالإضافة إلى تحجيم قدرة استعمال المنتجين ذي التكاليف المنخفضة من توسيع حصصهم في السوق البترولية عن طريق تخفيض الأسعار، ومن ثم فإن هذا النظام يعد نظامًا تقييدًا حيث إنه مع ارتباط جميع البائعين بسياسية واحدة، فإنه يمنع توسع الإنتاج منخفض التكلفة.

١/٢/١/٢مرحلة الحرب العالمية الثانية حتى أوائل الخمسينات:

أوضحت المرحلة سابقة الذكر، أن تصفية البترول كانت تتم في مصافي بالقرب من مواقع الاستخراج، إلا أن هذه المرحلة اتسمت بزيادة عدد مصافي تكرير البترول في الدول الأوروبية واليابان، حيث زادت طاقة التصفية في الدول الأوروبية واليابان ثلاث مرات من حجمها عن المرحلة السابقة. هذا مما يترتب عليه زيادة في طلب تلك الدول على البترول الخام وليس المصنع؛ كما في المرحلة السابقة، كما أن غالبية تلك المصافي كانت مملوكة للشركات العملاقة للكارتل العالمي، ومن ثم ستعمل هذه الشركات علي تدنية أسعار البترول الخام؛ من أجل إمداد مصافيها بمواد خام رخيصة؛ تعمل على تخفيض تكلفتها [١].

وفي هذا الشأن أصبح نظر الكارتل العالمي يتجه إلى بترول الشرق الأوسط، وذلك على أساس أن التكلفة الحدية لبترول الشرق الأوسط أقل من نظيرتها للولايات المتحدة الأمريكية، والبترول الفنزويلي، والمسعرة في خليج المكسيك على أساس العَقد التِجاري فوب.

ومع المزيد من ضغط الحكومات الأوروبية على الكارتل العالمي من أجل تخفيض أسعار بترول الشرق الأوسط، رفضت في بداية الأمر، إلا أنها في النهاية قبلت على أن يتم احتساب أسعار البترول؛ وفق نقطتي أساس:**الأولى** نقطة أساس الخليج العربي، **والثانية** للخليج الأمريكي.

ولعل قبول الشركات البترولية العملاقة لهذا التسعير على أساس:

- ❖ توقعها ارتفاع طلب الولايات المتحدة الأمريكية على البترول بعد الحرب العالمية الثانية.

---

(1) عبد المنعم السيد علي (١٩٨٩)،" <u>المرجع السابق مباشرة</u>، ص ٩٢-٩٦.

❖ حالة عدم التأكد تجاه بترول الشرق الأوسط من قدرته على التطوير، والتوسع لمواجهة الطلب العالمي.

فقد توقعت شركات الكارتل العالمي أن تكون التكاليف الحدية لبترول الشرق الأوسط أقل من نظيرتها للولايات المتحدة الأمريكية؛ ومن هنا كان المبرر لتسعير البترول وفق تساوي السعر، وفق نقطتي الأساس للخليجين العربي، والأمريكي مع إضافة تكاليف شحن معيارية.

على الجانب الآخر مارست إدارة التعاون الاقتصادي لمشروع مارشال، والخاص بإعادة إعمار أوروبا بعد الحرب العالمية الثانية؛ للحصول على بترول منخفض السعر لمواصلة التنمية، وأهداف المشروع، والذي نجح بدورهِ في تخفيض أسعار بترول الشرق الأوسط خلال عامي ١٩٤٨/١٩٤٩.

ومن ثم فأن هذه الشركات كانت هي المشتري، والبائع، والمنتج، والمستهلك في ذات الوقت. ووفق أسلوب عقود الامتياز التي تتبناها في معاملاتها مع حكومات الدول المنتجة، كانت لها اليد المطلقة في التحكم في الأسعار، وعلى الصعيد الآخر كانت حكومات الدول المستوردة تمارس ضغوطًا في سوق البترول، وإن لم يكن بنفس تأثير الشركات البترولية، ومن أهم تلك الحكومات؛ حكومة الولايات المتحدة الأمريكية، والتي مارست ضغوطًا لكي تضمن دعم اقتصادها ببترول منخفض الثمن.

أما مصالح البلدان المنتجة فلم تأت إلا في الاعتبار الثاني، ولم يكن لها أي رأي يذكر في تحديد أسعار النفط، ولعل السبب الرئيسي في ذلك؛ هو عدم قدرة هذه الدول على القيام بعمليات الاكتشاف والاستخراج وما يليها من نقل وتوزيع.

١/٢/١/٣ مرحلة الخمسينات من القرن الواحد والعشرين " الطريق إلى أوبك":

تعتبر هذه المرحلة هي الطريق لسعي الدول المنتجة لإقامة تكتل؛ لتمثيلها في السوق العالمية للبترول، تمثل ذلك في إنشاء منظمة الأوبك كما سيتم توضيحهُ لاحقًا (١)، ويعد ظهور مجموعة جديدة من الشركات بخلاف الشركات

---

(1) يراجع في ذلك:

- عبد المنعم السيد علي (١٩٨٩)، المرجع السابق مباشرة، ص ٩٦-١٠٣.

البترولية العملاقة أطراف الكارتل العالمي المشار إليه سلفًا، وكانت هذه الشركات تعبر عن مصالح أطراف أخرى في السوق البترولية، فتنوعت هذه الشركات؛ فهناك شركات وطنية للدول المستهلكة للنفط لاسيما بعدما زادت طاقتها في تصفية وتكرير البترول، والنوع الآخر من هذه الشركات هي الشركات المستقلة.

ويعد أهم ما يميز هذا العقد هو بداية ظهور الاتحاد السوفيتي؛ كمصدر من مصادر البترول في السوق العالمية للبترول، وكونه منافسًا لبترول الشرق الأوسط.

كذلك ظهرت مجموعة من نقاط الأساس بخلاف نقطتي الأساس المشار إليهما في المراحل السابقة، ولعل ذلك كان بداية المنافسة السعرية فيما بين تلك الشركات، فظهرت الأسعار المعلنة على أساس العقد التجاري فوب ***FOB*** في نقاط مختلفة: مثل قطر، وطرابلس(الشام)، ورأس تنوره، وذلك من قبل شركة سوكوني.

كما حدث مجموعة من التغيرات المالية من جانب الدول المنتجة للبترول؛ حيث تم استبدال نظام الدفعات الثابتة، كما في العقود السابقة لتلك الفترة بنظام ضرائب الدخل بنسبة ٥٠% من عمليات الإنتاج، والتصدير للبترول الخام للشركات البترولية العاملة في هذه الدول، وبالتالي أصبحت الأسعار المعلنة من هذه الشركات هي الأساس في احتساب أرباح الشركات، ومن ثم احتساب نصيب الدول المنتجة من إنتاج وتصدير البترول.

وفي إطار محاولة الدول المنتجة للبترول التخلص من سيطرة الشركات العالمية على تحديد أسعار البترول، فقام رئيس وزراء إيران محمد مصدق بتأميم البترول الإيراني عام ١٩٥١، كما قام بمحاولة لتسويق البترول الإيراني لدول العالم للخروج من سيطرة الشركات العالمية، إلا أن محاولته باءت بالفشل؛ يرجع ذلك لرفض الدول الأوروبية التعامل معه، واستمرت مقاطعة الدول الأوروبية والشركات العالمية له بضع سنوات إلى أن انتهى الأمر بعزله وسجنه عام ١٩٥٣.

– سيد الخولي (١٩٩٢)، " اقتصاد النفط"، مرجع سبق ذكره، ص ٣٢٢-٣٢٥.

كما تتميز تلك المرحلة أيضًا باختلاف أسعار البترول ما بين الجانب الغربي؛ والممثل الرئيسي له البترول الفنزويلي، وبين بترول الشرق الأوسط. ولعل السبب الأساسي في ذلك التباين يرجع إلى **أزمة البترول الأولى** وقت العدوان الثلاثي على مصر عام ١٩٥٦؛ والذي ترتب عليه غلق قناة السويس التي تُعد الطريق الرئيسي لبترول الشرق الأوسط إلى الدول الأوروبية، فهذه الدول تعتمد على بترول الشرق الأوسط بنسبة ٩٠% من إجمالي استهلاكها للبترول، ونسبة ٧٥% من بترول الشرق الأوسط يمر عبر قناة السويس، والذي ترتب عليه تحول طلب الدول الأوروبية إلى الجانب الغربي متمثلاً في البترول الفنزويلي؛ مما ترتب عليه ارتفاع أسعار البترول الفنزويلي عن بترول الشرق الأوسط (1).

٢/٢/١ عصر ما بعد أوبك:

يركز هذا الجزء على السوق العالمية للبترول بعد إنشاء منظمة الدول المصدرة للبترول؛ حيث يعتني هذا المحتوى بتوضيح تفاعلات السوق البترولية خلال مرحلة الستينات من القرن العشرين، والتي اتسمت ببداية تحول القوى في السوق العالمية للبترول، وكذلك الأمر بالنسبة لمرحلة السبعينات والتي تُعد من أهم العقود في دراسة سوق البترول، حيث الطفرات النفطية الأولى والثانية، فتتناول الدراسة التحليل الاقتصادي للطفرتين الأولى، والثانية في ذلك العقد، وهذا على النحو التالي:

١/٢/٢/١ مرحلة الستينات [تحول القوى في السوق البترولي]:

تعد المرحلة هي بداية عصر جديد في السوق البترولية، فبعد سلسلة من التخفيضات التي قامت بها الشركات العالمية للبترول والخصومات التي سعت الدول المستهلكة للبترول إلى الحصول عليها، قامت الدول المنتجة للبترول بإنشاء منظمة الأوبك عام ١٩٦٠ للتعبير عن مصالحها، والتعاون فيما بينها دون الاستمرار في سياسات الشركات البترولية؛ سواء العملاقة، أو الوطنية، أو المستقلة في السوق البترولية (2).

---

(1) حسين عبد الله (٢٠٠٣)، " البترول العربي"، **مرجع سبق ذكره**، ص ٢٣٣.

(2) عبد المنعم السيد علي (١٩٨٩)، " دراسات في اقتصاديات النفط"، **مرجع سبق ذكره**، ص ١٠٣- ١٠٩.

فقد نجح هذا التكتل في إحداث تعاون ما بين الدول المنتجة – إلا أن هذا التعاون لم يكن تامًا – والذي حال دون الاستمرار في تخفيض أسعار البترول، مما ترتب عليه زيادة دخول هذه الدول من العوائد المالية لمبيعات البترول، كما حدث صراع بين قطبي السوق البترولية: **الأول** يتمثل في الشركات البترولية، و**الثاني** الدول المنتجة، وقد ظهر ذلك في تعارض واضح حول توزيع أرباح البترول وتحديد معدلات الإنتاج؛ ومن ثم تحديد الأسعار، وفي هذا الشأن فقد نجحت أوبك فيما يلي :

- الحد من سعي وقدرة الشركات البترولية العالمية على تخفيض أسعار البترول.
- تحقيق نجاح في مسألة توزيع الأرباح بين الشركات والدول المنتجة.
- الحد من قدرة الشركات والدول المستهلكة في الحصول على خصومات وتخفيضات في أسعار العقود البترولية.

فيعد التفكك في الشركات العالمية البترولية من أهم ملامح هذه المرحلة، والتي وجدت أن اتفاقيات الكارتل المبرمة فيما بينها لم تعد مجدية، وعرضه للإلغاء، وذلك يرجع إلى الأسباب التالية [1]:

- الضغط المستمر، والمتواصل من البلاد المنتجة للبترول؛ لزيادة حصتها في الأرباح.
- من ناحية حكومات الدول الصناعية المستهلكة؛ كانت هي الأخرى في سعي دائم تجاه تخفيض الأسعار؛ عن طريق الحصول على خصومات.
- من جانب الشركات المستقلة؛ حيث إن ها كانت في منافسة شرسة تجاه الحصول على حصة من السوق البترولية، تلك الحصة التي ستقتطعها حتمًا من الشركات البترولية الكبرى.

ومن هذا المنطلق زادت المنافسة في السوق البترولية؛ مما ترتب عليه تحقيق الدول البترولية الأعضاء في أوبك لأهم أهدافها في تحقيق الاستقرار في الأسعار، وإنهاء سياسة التخفيضات والخصومات السعرية، فبعد عقود من سيطرة الشركات العالمية للبترول على تحديد أسعار البترول، استطاعت الدول

---

(1) سيد الخولي (١٩٩٢)، " اقتصاد النفط"، مرجع سبق ذكره، ص ٢٢٩-٢٣٠.

البترولية تثبيت أسعار البترول عند حد معين، مما يعني سيرها بنجاح في خلق دور فعال في سوق البترول.

ولعل حقيقة ثبات الأسعار من أهم الدلائل على التحولات في السوق العالمية للبترول؛ وذلك من حيث ميزان القوى النسبية للأطراف المكونة للسوق البترولية، والحد من قدرة الشركات على تغيير الأسعار المعلنة بشكل منفرد دون الرجوع إلى الدول المنتجة، والتي تعد الأساس في احتساب الضرائب والأرباح.

وأخيرًا فإن نجاح دول الأوبك في تثبيت الأسعار خلال المرحلة المشار إليها سلفًا؛ كان تثبيتًا من الناحية الاسمية فحسب؛ دون مراعاة السعر الحقيقي للبترول والذي سيتم توضيحه في هذا الفصل لاحقًا، فسعر البترول المعلن عام ١٩٤٧ كان ٢,١٨ دولارًا/ للبرميل، أخذ في الانخفاض إلى أن وصل إلى ١,٨٠ دولارًا / للبرميل، ظل ثابتًا في فترة الستينات إلى أن وصل إلى ما يقرب من ٢,١٨ دولارًا نتيجة للتغير في موازين القوى. وهذا ما سيتم توضيحه في السطور التالية.

١/٢/٢/٢مرحلة السبعينات (عقد الطفرات النفطية):

تعد هذه المرحلة هي أهم مراحل التطور التاريخي للسوق البترولية في القرن الماضي؛ وذلك لما تحتويه على مجموعة من الآثار الاقتصادية؛ ترتب عليها تحولات في غاية الأهمية في السوق العالمية للبترول، فتتميز هذه المرحلة بتحولات مهمة في جانب العرض، والأسعار، وميزان القوى التفاوض ما بين الدول المنتجة للبترول، وما بين الشركات العالمية. فتعد إنهاء لعصر النفط الرخيص، وبداية عصر جديد تتولى دفته الدول البترولية من حيث؛ الإنتاج، والأسعار، ومنح الامتياز، والخصومات.

وتتمثل أهم سمات هذه المرحلة في:

- زيادة قوة وسيطرة الدول البترولية على معدلات الإنتاج؛ ويرجع ذلك إلى زيادة معرفتها بكافة الشئون والتدابير الخاصة بصناعة البترول، والتي تعتبر من المزايا النسبية للشركات البترولية، ومع التحكم والسيطرة في معدلات الإنتاج تستطيع الدول البترولية التحكم في الأسعار المعلنة للبترول.

- إلغاء نظام الامتيازات المعمول به منذ بداية القرن الماضي في السوق البترولية، والذي يعطي الحق للشركات البترولية للهيمنة على تحديد الإنتاج؛ ومن ثم أسعار البترول.
- حلول الدول الصناعية المستهلكة للبترول كطرف في المفاوضات الخاصة بشأن أسعار البترول، والإنتاج، ونسبة الضرائب المفروضة، كذلك إحلال الدول البترولية بدلاً من الشركات البترولية؛ والتي انخفضت قوتها النسبية في السوق العالمية للبترول.
- من أهم سمات تلك الفترة الرواج الاقتصادي في دول العالم، وزيادة معدلات النمو؛ مما ترتب عليه ارتفاع مستمر، ومتواصل في الطلب على البترول والذي استدعى المزيد من الاستثمارات، وضخ رؤوس الأموال؛ بهدف زيادة المعروض من البترول.

وعلى الجانب الآخر مارست الدول البترولية ضغوطًا على السوق العالمي من جانبين: الجانب الغربي: وكانت تمثله ليبيا بعد قيام الجماهيرية بها سعيًا منها إلى رفع أسعار البترول، و زيادة نسبة ضريبة الدخل على الشركات البترولية، وفي الجانب الشرقي: لعبت العراق وحكومتها الثورية ذات الدور بالضغط المستمر والمتواصل في السوق البترولية.

فسعت ليبيا إلي إحداث زيادة في أسعار البترول قدرها ٤٤ سنتًا للبرميل من حيث الإنتاج طالبت الشركات العالمية بتخفيض حجم الإنتاج فيها، ورضخت الشركات البترولية إلي الضغوط الليبية، وتم رفع أسعار البترول بحوالي ٣٠ سنتًا للبرميل، بالإضافة إلى زيادة قدرها سنتان سنويًا، بالإضافة إلى رفع نسبة الضرائب على دخول الشركات البترولية إلى حوالي ٥٨% من ٥٠%.

وقد دفع هذا الأمر حكومات الدول الأخرى على اتخاذ نفس السبيل في التعامل مع الشركات البترولية، ومن الجدير بالذكر أيضًا هو رضوخ الولايات المتحدة الأمريكية لهذه المطالب؛ خوفًا منها من قيام الدول البترولية من تأميم الشركات البترولية العاملة داخل أراضيها.

١/٢/٢/٢/١ الاتفاقيات الدولية في عقد السبعينات:

دخلت الدول المنتجة للبترول مع الأطراف المستهلكة له؛ سواء حكومات الدول المستوردة أو الشركات العالمية للبترول في مجموعة من المفاوضات،

والمؤتمرات خلال تلك الفترة، والتي كانت تعد نهاية عصر سيطرة الشركات البترولية على السوق البترولية، وبداية عصر الطفرات النفطية في سبعينات القرن العشرين، وهي على النحو التالي [1]:

أولاً: اتفاقية فنزويلا(١٩٧٠) "عقدت في كاراكاس ديسمبر ١٩٧٠ بفنزويلا"، حيث تم الاتفاق بين الدول البترولية على:

- رفع نسبة الضريبة على دخول الشركات البترولية العاملة في أراضيها إلى ما يقرب من ٥٥% من دخول هذه الشركات.
- فرض زيادة موحدة في الأسعار العالمية المعلنة للبترول، والتي على أساسها يتم احتساب الضرائب على دخول الشركات.
- الإقرار بإلغاء الامتيازات، والمزايا الممنوحة للشركات البترولية، وكذلك الخصومات السعرية للدول الصناعية المستهلكة للبترول.
- تشكيل لجنة تتمثل من الدول الخليجية من أجل التفاوض مع الدول المستهلكة للبترول في كافة القضايا ذات الشأن.

ثانيًا: اتفاقية طهران (١٩٧١)، في فبراير ١٩٧١؛ تم التوصل إلى اتفاق ما بين اللجنة الخليجية الممثلة للدول البترولية، والشركات البترولية العالمية، والدول المستهلكة للبترول على زيادة القيمة الاسمية لأسعار البترول إلى ٢,١٨ دولارًا / للبرميل. مع العلم بأن القيمة الحقيقية للبترول معبرًا عنها بشرط التبادل التجاري كانت متدنية للغاية.

إلى أن نهاية هذا العام شهدت أحداثًا عالمية كان لها تأثيرًا في غايةِ الأهميةِ على السوق البترولية، وهي سعي الولايات المتحدة الأمريكية إلى

---

(1) يراجع في هذا الشأن :
- حسين عبد الله (٢٠٠٣)، " البترول العربي"، مرجع سبق ذكره، ص ٢٣٦-٢٤٠
- سيد الخولي (١٩٩٢)، " اقتصاد النفط "، مرجع سبق ذكره، ص ١٠٩-١١٦.
- Tverberg. G.E (2006), " Oil Shortages: The Next Katrina?", Towersperrin , Atlanta, PP 1-4.
- Sieminski. A (2005), "Oil Market Transformation", Dutsche Bank, German, PP 2-7.

تخفيض قيمة الدولار. وفي أغسطس ١٩٧١ تم إعلان تعويم الدولار؛ الأمر الذي ترتب عليه انخفاض شديد في القيمة الحقيقية للعوائد البترولية للدول المنتجة؛ مما ترتب عليه السعي في الدخول في مفاوضات جديدة مع الشركات البترولية؛ بهدف الحصول على سعر عادل للبترول.

ثالثًا: اتفاقية جنيف الأولى(١٩٧٢)؛ وفيها تم التفاوض ما بين الدول البترولية، والشركات المنتجة للبترول على زيادة أسعار البترول؛ لمواكبة التخفيضات في أسعار الدولار، والتي يترتب عليها انخفاض القيمة الحقيقية للعوائد المالية للبترول للدول المنتجة، وتم فيها زيادة الأسعار الاسمية للبترول بنسبة ٨,٥%.

رابعًا: اتفاقية جنيف الثانية(١٩٧٣)؛ بعد المزيد من التدهور في القيمة الحقيقية للدولار، تم عقد اتفاقية جنيف الثانية، والتي تم بمقتضاها الاتفاق على الاستمرار بالعمل وفق اتفاقية جنيف الأولى مع إدخال تعديلات على المؤشر الخاص بحساب قيمة الدولار بالنسبة إلى العملات الأخرى وتصحيح الأسعار الشهرية، وتم زيادة الأسعار بنسبة ١١,٩%.

٣/٢/١ الطفرة النفطية الأولى:

تعد الطفرة النفطية الأولى من أهم الأحداث الاقتصادية في النصف الثاني من القرن الماضي؛ فهي تعد نتاج لمجموعة من التفاعلات السياسية، والاقتصادية على الصعيد الدولي. الأمر الذي أدى في النهاية إلى قرار الحظر بنهاية عام ١٩٧٣ من قبل الدول البترولية، وهذا ما ترتب عليه حدوث طفرة في الأسعار العالمية للبترول، والتي معها انتهى عصر سيطرة الشركات الكبرى على السوق البترولية، وتحولت دفة الأمر إلى الدول المنتجة للبترول كما سيلي إيضاحه(١).

---

(1) See:

- Livia. I (2009), **"Economic Consideration Regarding The First Oil Shock 1973-1974"**, University Of Sibiu, PP 1-5.
- Powel. B (2005), **"The Oil Shock Of The 70th "**, Continues Improvement Associates, P P 1-3 .

١/٣/٢/١ أسباب الطفرة النفطية الأولى:

تتمثل أسباب الطفرة النفطية الأولى في مجموعة من الأسباب الاقتصادية والسياسية، والتي تشكلت معًا لحدوث هذه الطفرة، وهذا ما يلي بيانه:

فعلى جانب **الأسباب الاقتصادية**، فمع زيادة القوة النسبية للدول البترولية لاسيما الأعضاء في أوبك بعد تكوين المنظمة في ستينات القرن العشرين، واستمرار الدول البترولية في خلق مزيد من الضغوط على الشركات البترولية الكبرى من أجل تحقيق مجموعة من أهدافها الاقتصادية المنشودة، والتي يتمثل أهدافها في: رفع سعر برميل البترول، والعمل على إعادة صياغة معدل تصحيح التضخم؛ لاسيما أن تلك الفترة شهدت تدهورًا ملحوظًا في معدلات صرف الدولار، والذي يعد العملة الوحيدة لتسعير البترول، خاصة بعد إعلان نيكسون الشهير في ١٥ أغسطس ١٩٧١عدم التزام الولايات المتحدة الأمريكية بتحويل الدولار إلى ذهب عند معدل ثابت للأوقية، والذي يعد بداية انهيار النظام النقدي العالمي القائم وفق اتفاقية بريتون وودز لعام ١٩٤٧.

واستكمالاً لمفاوضات الدول المنتجة مع الشركات البترولية، فقد قررت الدول التفاوض مع الشركات البترولية إما بشكل جماعي، أو بشكل منفرد؛ وذلك بهدف توحيد الرأي، والعمل المستمر على تكوين جماعة ضغط على الشركات البترولية؛ وذلك في ظل فعاليات اجتماع فيينا عام ١٩٧٣. وهدفت الدول البترولية إلى رفع سعر برميل البترول إلى ٣,٢٥دولارًا / للبرميل، وكذلك جعل معدل تصحيح الأسعار (معدل تصحيح التضخم) ٨%.

فيما يتعلق **الأسباب السياسية**: تتمثل الأسباب السياسية للطفرة الأولى في سيناريو التعاون العربي المشترك من قبل الدول البترولية؛ والتي تعد ذات النصيب الأكبر من إنتاج البترول على الصعيد العالمي، ودول المواجهة في

= -Jones. D. W and Lieby. P.W (2005), "The Macroeconomic Impact Of Price Shocks: A Review Of Literature And Issues", OAK Ridge National Laboratory, PP 2-8

- عبد المنعم السيد علي (١٩٨٦)، " دراسات في اقتصاديات النفط"، مرجع سبق ذكره، ، ص ١١٥-١١٧.

مسلسل الصراع العربي الإسرائيلي. فقد قررت الدول العربية البترولية قطع إمدادات البترول عن الدول الغربية التي تتعاون مع إسرائيل مثل الولايات المتحدة الأمريكية، والبرتغال، وهولندا تضامنًا مع دول المواجهة في الصراع العربي الإسرائيلي.

٢/٣/٢/١ أحداث الطفرة النفطية الأولى:

تعد الأسباب السابقة الذكر بداية الأحداث التي أدت إلى حدوث الطفرة النفطية الأولى كما يلي١٥% بيانه [١]:

- قامت الشركات البترولية بتقديم عرض جديد للدول البترولية يتضمن معدل تصحيح التضخم يصل إلى ١٥%؛ بدلاً من ٨%، وكذلك ارتفاع سعر برميل البترول إلى ٣,٤٦دولارًا/برميل.
- رفضت الدول البترولية العرض السابق، وطالبت برفع برميل البترول بنسبة ١٠٠% من السعر الفوري في ذلك الوقت [٢].
- رفضت الشركات البترولية طلب الدول المنتجة للبترول، واتخذت القرار دون الرجوع إلى حكومات الدول المستهلكة للبترول، وكان ذلك بداية

---

(1) See:

- Aguiar. L. And Wen. Y (June 2005), **"Understand The Large Negative Impact Of The Oil Shocks"**, Federal Reserve Bank Of St.Louis, Working Paper Series, PP 2-5.

- Powel.B (2005),"The Oil Shock Of The 70th ", **Op-Cit**, P P 1-3
- Jones. D.W. And Lieby. P.W (2005), " The Macroeconomic Impact Of Price Shocks: A Review Of Literature And Issues", **Op-Cit**, PP 2-8

(2) هذا على الرغم من أن دول أوبك كان ترغب في رفع سعر برميل البترول بنسبة ٧٠%، وذلك وفق دراسة أعدتها أوبك في هذا الشأن حول القيمة الحقيقية للبترول مقومة بدولارات ثابتة، إلا أن انتصارات الجيوش العربية في حرب أكتوبر عززت من القوة التفاوضية لدول الأوبك في تشكيل مزيد من الضغط على الشركات البترولية في تعديل سعر برميل البترول.

انخفاض القوة النسبية لدور الشركات البترولية وإحلال بدل منها لحكومات الدول المستهلكة للبترول، ولعل ذلك يرجع إلى أن المسألة لم تعد مجرد تفاوض ما بين قوى السوق البترولية من أجل تحديد سعر عادل للبترول، ولكن المسألة أصبحت ذات طابع سياسي بعد قرار الحظر، على الجانب الآخر كان لابد لحكومات الدول المستهلكة للبترول من أن تعمل على تلبية احتياجاتها من هذه السلعة الإستراتيجية، إلا أن حكومات الدول المستهلكة للبترول رفضت هي الأخرى مطالب الدول البترولية مدعية بأنها مطالب مبالغ فيها، وانتهي الأمر على قرار تأجيل المفاوضات لمدة أسبوعين.

- قررت الدول البترولية الأعضاء في أوبك ومن جانب واحد رفع سعر برميل البترول بنسبة ٧٠%؛ أي وصول سعر البرميل إلى ٥,٢١$، وذلك يوم ١٦ أكتوبر من نفس العام دون الرجوع إلى الشركات البترولية، ولا إلى حكومات الدول المستهلكة للبترول، معلنة بذلك عن تحول رسمي في ميزان القوة في السوق العالمية للبترول من جانب المستهلك إلى جانب المنتج، والمتمثل في الدول البترولية.
- في إطار التعاون العربي قررت الدول العربية المنتجة للبترول الأعضاء في منظمة أوابك في ١٧ أكتوبر عام ١٩٧٣ خفض إنتاجها من البترول بنسبة ٥% شهريًا، كان هذا القرار له تأثير بالغ الأهمية على السوق البترولية، حيث انخفاض العرض بشكل متوالي في الأجل القريب؛ مما ترتب عليه مزيد من الطلب الفوري لسد الاحتياج الحالي، أو تكوين احتياطي لمواجهه الانخفاض في المعروض المتوقع.
- تجلى على ساحة الاقتصاد العالمي قوة الدول العربية البترولية بقرار الحظر في التأثير على السوق العالمية للبترول؛ ولعل ذلك لكونها تشكل النسبة الكبرى من الإنتاج العالمي للبترول؛ وذلك حيث لم تستطع الدول البترولية غير العربية من سد احتياجات الاقتصاد العالمي من البترول؛ مما اضطرت هذه الدول إلى تخفيض إنتاجها؛ هذا مما ترتب عليه انخفاض الإنتاج العالمي من البترول من ١٩,٩ مليون برميل يوميًا في

سبتمبر ١٩٧٣ إلى ١٥,٣ مليون برميل يوميًا في أكتوبر ١٩٧٣؛ أي بنسبة ٢٣%، وذلك بالنسبة للإنتاج العالمي للدول غير الأعضاء في أوبك، وعلي صعيد أوبك انخفض إنتاجها من البترول من ٣٢,٦ مليون برميل يوميًا إلى ٢٨,٤ مليون برميل يوميًا؛ أي بنسبة ١٣% خلال نفس الفترة.

- في إطار هذه الأحداث اضطرت الشركات البترولية، وحكومات الدول المستهلكة للبترول إلى السعي وراء الدول البترولية من أجل إعادة التفاوض، إلا أن اللجنة الخليجية رفضت التفاوض بشأن أسعار البترول.
- بنهاية أحداث الطفرة النفطية الأولي اتبعت الدول البترولية سياسة جديدة في فرض سيطرتها على السوق العالمية للبترول، وهي سياسية تحديد العائد المالي، وليس السعر المعلن، وجدوى ذلك القرار ردًا على اتهامات الدول المستهلكة بأن ما آلت إليه الطفرة النفطية الأولى تسببت في موجة شديدة من التضخم، وذلك في ديسمبر ١٩٧٣، ووفقًا لذلك القرار حدث ارتفاع جديد في سعر برميل البترول بعد تحديد معدل العائد على برميل البترول بما يقرب من ٧ دولار للبرميل حيث وصل سعر برميل البترول إلى ما يقرب من ١١,٦٥$/برميل في يناير ١٩٧٤.

وبهذا شهد الاقتصاد العالمي أول طفرة في أسعار البترول، عرفت في أدبيات الاقتصاد الغربي بالصدمة البترولية الأولى لما لها من تأثير بالغ الأهمية على أداء الاقتصاد العالمي على أكثر من متغير. إلا أنها عرفت بكونها طفرة سعريه للدول البترولية؛ استطاعت من خلالها تحقيق مجموعة من أهدافها سواء الاقتصادية؛ في التحكم في دفة السوق البترولية، وفي معاملات هذا المورد ذي الأهمية العالية.

٤/٢/١ الطفرة النفطية الثانية:

تعد الطفرة النفطية الثانية من أهم بنود جدول أعمال الأجندة الاقتصادية في النصف الثاني من القرن العشرين؛ فبعد سلسلة من الصراعات والمفاوضات ما بين أطراف السوق العالمية للبترول خلال سبعينيات القرن العشرين، والتي

انتهت بالطفرة النفطية الأولى، وارتفاع أسعار البترول بنسبة ٤٠٠% من السعر الرسمي للبترول الخام بداية السبعينات، شهد الاقتصاد العالمي الطفرة الثانية لأسعار البترول، وذلك بنهاية عقد السبعينات وبداية عقد الثمانينات من القرن العشرين، وذلك كما يلي بيانه[1]، حيث اتخذت الطفرة النفطية الثانية مرحلتين:

تتمثل **المرحلة الأولي** مرحلة الثورة الإيرانية عام ١٩٧٩، وما ترتب عليها من تخفيض الإنتاج العالمي للبترول نتيجة حظر البترول الإيراني؛ فالسوق البترولية فقدت من ٢ مليون إلى ٢,٥ مليون برميل بترول يوميًا، نتيجة لهذه الأحداث.

ومما هو جدير بالذكر أيضًا؛ أن العديد من الآراء الاقتصادية تشير إلى أن الثورة الإيرانية تعد السبب الأساسي لأكبر ارتفاع في أسعار البترول منذ الحرب العالمية الثانية خلال الفترة المشار إليها، مع العلم بأن الإنتاج الإيراني قد ارتفع بعد الثورة ليصل إلى ما يقرب من ٤ مليون برميل يوميًا.

فيما تعد **المرحلة الثانية** أساس الطفرة النفطية الثانية، فمع بداية عقد الثمانينات وقيام الثورة العراقية؛ اندلعت حرب العراق – إيران ١٩٨٠، والتي ترتب عليها انخفاض في المعروض العالمي للبترول للدولتين في وقت واحد؛ فكانت مساهمة الدولتين ما يقرب من مليون برميل يوميا بعدما كانت تقترب من

---

(1) See:

- Middle East Institute (2009),"**The 1979 Oil Shock: Legacy, Lessons, And Lasting Reverberations**", The Middle East Institute, Washington DC, USA, PP 15-20. Available At Www.Mei.Edu
- Williams. J. L (2007), "**Oil Price History And Analysis**", Wtrg Economics, London, P P 1-5
- Odell. P. R (2005), "**Can Another Oil Price Crash Be Avoided?**", Energy Politics, PP 2-4.
- Petrtson. J. E (2009), "**The Gulf In Transition During The 1980s**", Middle East Institution, Washington Dc, PP 46-48.

٦,٥ مليون برميل يوميًا؛ أي ما يقرب من معدل انخفاض ١٠% عن المعروض العالمي لعام ١٩٧٩.

وتعد المرحلتان السابقتان؛ سبب الارتفاع العالمي لأسعار البترول من ١٤ دولارًا / للبرميل إلى ما يقرب من ٣٥ دولارًا / للبرميل وصولا إلى ٤٠ دولارًا / للبرميل عام ١٩٨١، هذا ما ترتب على دخول العالم في موجة ثانية من الركود التضخمي في الاقتصاد الأوروبي، والأمريكي؛ كما كان له تأثير سلبي على الدول النامية من ارتفاع فواتير وارداتها البترولية.

ويوضح الرسم البياني رقم (١/١) بملحق الرسوم البيانية أهم التطورات العالمية في الأسعار العالمية للبترول في أسواق البترول خلال القرن العشرين وصولاً إلى الطفرة النفطية الثالثة؛ مع التركيز على أهم الأزمات في تاريخ السوق العالمية للبترول من ١٩٤٧ إلى ٢٠٠٩.

٣/١ محددات العرض والطلب في السوق البترولية:

يهدف هذا المبحث إلى عرض أهم العوامل الاقتصادية المؤثرة في عرض وطلب البترول؛ وكذلك تطور العرض والطلب على البترول خلال فترة الدراسة، وأيضًا تطور أسعار البترول خلال الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨.

١/٣/١ عرض البترول:

يتمثل مفهوم عرض البترول في الكميات التي ترغب وتقدر الدول المنتجة للبترول في تقديمها في السوق البترولية وفق الأسعار السائدة في وقت ومكان معين، وذلك وفق ظروف هذه الدول السياسية والاجتماعية والاقتصادية، ويتكون عرض البترول من الاحتياطي الفعلي للدول البترولية بالإضافة إلى الإنتاج الفعلي.

١/١/٣/١ الخصائص الاقتصادية لعرض البترول:

يتمتع البترول بمجموعة من الخصائص الاقتصادية أهمها على النحو التالي(1):

---

(1) يراجع في ذلك:

- حسين عبد الله (٢٠٠٣)، "البترول العربي"، مرجع سبق ذكره، ص ١٥٧-١٥٩.

- يعد البترول من الموارد الغير متجددة؛ ومن ثم لابد عند تحديد الكميات المعروضة منه مراعاة تكلفة الفرص البديلة، وحق الأجيال القادمة في استخدام هذا المورد.
- التباين النسبي لنفقات الإنتاج ما بين الدول البترولية؛ الأمر الذي ترتب عليه اختلاف في تسعير البترول باختلاف الدولة المنتجة له.
- زيادة الاعتماد على البترول سواء كمصدر للطاقة، أو كمادة أساسية في العديد من الصناعات الأخرى مثل صناعة البتروكيماويات.
- وجود منافسة داخلية في بعض القطاعات البترولية ذاتها؛ من حيث استخدام البترول كمصدر لتوليد الطاقة.
- انخفاض مرونة العرض السعرية للبترول؛ أي عدم تأثر الكميات المعروضة من البترول بالتغيرات في الأسعار.
- تأثر المعروض البترولي بالعديد من العوامل الأخرى بخلاف العوامل الاقتصادية؛ مثل: العوامل السياسية.
- التباين الجغرافي لمناطق الإنتاج، والاستهلاك للبترول.
- اختلافا الكم النسبي للنفقات الثابتة، والنفقات المتغيرة ما بين الدول وبعضها.

١/٣/١/٢ العوامل الاقتصادية المؤثرة في عرض البترول:

يتأثر البترول بمجموعة من العوامل الاقتصادية كما يلي بيانه [1].

- الرغبة والقدرة من قبل منتجي البترول على عرض كميات محددة من البترول وفق السعر السائد في السوق البترولي، سواء كان في السوق الآجل، أو السوق الفوري، أو التعامل في البراميل الورقية

- علي منصور (١٩٩٠)، "محاضرات في اقتصاديات البترول"، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، ص ٢٠-٢٥.
- Holditch. S. A and Chianelli. R (2008), **"Factors That Will influence Oil and Gas SuPPly And Demand in the 21st Century"**, MRS Bulletin, Vol NO 33, USA, PP 1-5.

(1) سيد الخولي (١٩٩٢)، " اقتصاد النفط"، مرجع سبق ذكره، ص ٣٠٩-٣١٠.

داخل الأطر المنظمة لها، كذلك يتأثر قرار المنتجين بوضع الاقتصاد العالمي بشكل عام.

- تكلفة الفرصة البديلة لعرض البترول، وفي هذا الشأن يتم المقارنة ما بين تقديم البترول في صورته الأولية الخام، أو في شكل مصنع، أو الاستفادة منه بالدخول في صناعة البتروكيماويات ذات القيمة المضافة العالية، أو العرض في السوق الحاضر، أو الدخول في سوق المستقبليات، أو السوق الآجل، أو الاستثمار في المخزون البترولي.
- الفن الإنتاجي والتكنولوجيا المستخدمة في الاكتشاف والاستخراج التخزين.
- حجم الاحتياطيات المتاحة؛ سواء كانت الاحتياطيات التجارية أو الإستراتيجية.
- سعة حقول البترول الإنتاجية.
- الأسعار السائدة والمتوقعة في الفترات اللاحقة، لاسيما المعلن عنها في معاملات أسواق المستقبليات.
- توقعات الطلب المحلي والدولي في المستقبل.

٣/١/٣/١ مرونة عرض البترول:

تعد المرونة من أهم أدوات التحليل الاقتصادي الجزئي، والتي تعبر عن درجة استجابة المتغيرات التابعة للتغيرات في المتغيرات المستقلة، ومن هذا المنطلق تعرض الدراسة مرونة عرض البترول؛ من حيث مفهومها العلمي، وكذلك أهم العوامل الاقتصادية المؤثرة فيها؛ وذلك لمزيد من فهم تأثير عرض البترول على تحديد الأسعار في أسواق البترول.

١/٣/١/٣/١ المفهوم الاقتصادي لمرونة عرض البترول:

تعرف مرونة عرض البترول على أنها درجة استجابة الكميات المعروضة من قبل الدول المنتجة إلى التغيرات التي تحدث في أحد، أو كل العوامل المؤثرة في عرض البترول؛ ولعل أهمها: السعر، وكذلك الطلب العالمي على البترول خلال فترة ما.

١/٣١/٣/٢ العوامل الاقتصادية المؤثرة في مرونة عرض البترول:

تتأثر استجابة العرض من البترول بالعديد من العوامل الاقتصادية من أهمها(١):

- **نفقات الإنتاج:** وتعد من أهم العوامل الاقتصادية تأثيرًا في مرونة عرض البترول؛ حيث مع ارتفاع نفقات الإنتاج دون زيادة حجم الإنتاج -أي ثبات العرض- نجد أن مرونة عرض البترول تميل إلى الانخفاض، وبالتالي فإن أي زيادة في الطلب على البترول لن يترتب عليها استجابة مماثلة في عرض البترول.
- **التغير في المخزون:** يعتبر المخزون من المتغيرات التي لها تأثيرًا في غاية الأهمية على مرونة عرض البترول؛ فالمخزون البترولي ليس كالمخزون السلعي؛ حيث يحتفظ به في باطن الأرض، ومن ثم لا يترتب عليه تكاليف إنتاج ولا تخزين في الوقت الراهن؛ إلا في حالات الاستثمار في المخزون، وبالتالي فإنه من السهولة الاحتفاظ بالمخزون تحت سطح الأرض ومن هنا فإن قرارات زيادة المخزون من شأنها جعل العرض من البترول أقل مرونة تجاه الطلب على البترول.
- **التطور الفني والتكنولوجي وسبل البحث والتنقيب:** والتي من شأنها زيادة سهولة الحصول على البترول، وبالتالي تعمل على زيادة مرونة عرض البترول.
- **الاستثمارات البترولية:** تلعب دورًا في غاية الأهمية في هذا الشأن، والتي مع زيادتها يترتب عليها زيادة مرونة عرض البترول.
- **الطلب العالمي:** حيث مع ارتفاع الطلب العالمي على البترول يترتب عليها انخفاض مرونة العرض بالنسبة للطلب.

---

(1) يراجع في هذا الشأن:

- على منصور (١٩٩٠)، " محاضرات في اقتصاديات البترول"، مرجع سبق ذكره، ص ٢٣-٢٤.
- Kirchene. N (2005), "A Stimulation Equation Model for World Crude Oil and Natural Gas Market", IMF Working Paper, PP 8-11.

- **العوامل الأخرى:** تأثر عرض البترول بالعديد من الأسباب الأخرى؛ بخلاف الأسباب الاقتصادية؛ مما يترتب عليها انخفاض مرونة عرض البترول، مثل الاضطرابات الداخلية للدول البترولية، وكذلك الاتجاهات السياسية مثل: قرار الحظر من تجاه الدول العربية البترولية في أحداث الطفرة النفطية الأولى.

١/٣/١/٤ تطور عرض البترول خلال الفترة محل الدراسة:

تعتني الدراسة في هذا الجزء بعرض أوجه تطورات عرض البترول خلال فترة الدراسة من عام ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨، وذلك على أن تتناول الاحتياطيات المؤكدة لدول الأوبك خلال تلك الفترة؛ وكذلك الاحتياطيات العالمية من البترول، والإنتاج الفعلي من البترول لدول الأوبك خلال فترة الدراسة؛ مع توضيح التطورات في الإنتاج العالمي من البترول خلال ذات الفترة.

١/٣/١/٤/١ تطور الاحتياطيات المؤكدة من البترول لدول الأوبك خلال الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨:

تشير بيانات الجدول رقم (١/١) بالملحق الإحصائي إلى تطور التغيرات في الاحتياطيات المؤكدة لدول أوبك خلال فترة الدراسة؛ حيث تشير إلى احتلال المملكة العربية السعودية للمركز للأول للاحتياطيات المؤكدة خلال الفترة من ٢٠٠١إلى ٢٠٠٨؛ فقد بلغ احتياطي السعودية ٢٦٢,٦٩٧مليون برميل عام ٢٠٠١ ارتفع إلى ٢٦٤,٠٦٣ مليون برميل عام ٢٠٠٨ بمعدل نمو ٠.٥١%، تليها إيران في المركز الثاني بمعدل احتياطي ٩٩,٠٨٠ مليون برميل في ٢٠٠١ تطور إلى ١٣٧,٦٢٠ مليون برميل عام ٢٠٠٨بمعدل نمو بلغ حوالي ٣٨% خلال الفترة من ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٨، تليها فنزويلا في المركز الثالث بحجم احتياطي ١٧٢٣٢٣ مليون برميل خلال ٢٠٠٨ بمعدل نمو ١٢١,٨% من ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٨.

على الجانب الآخر فقد ارتفع احتياطي أوبك بشكل عام من ٨٥٩٠١٤ مليون برميل عام ٢٠٠١ إلى ٩١٥٤٥٧ مليون برميل نهاية ٢٠٠٣ مع بداية الطفرة النفطية الثالثة وصولا إلى ١٠٢٧٣٨٣ مليون برميل عام ٢٠٠٨ بمعدل نمو بلغ ١٩,٦% من ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٨.

١/٣/١/٤/٢تطور الاحتياطي العالمي من البترول خلال الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨:

وتشير بيانات الجدول رقم (٢/١) بالملحق الإحصائي إلى انخفاض الاحتياطيات المؤكدة من البترول في أهم الأقاليم العالمية خلال فترة الدراسة، فقد انخفض الاحتياطي المؤكد لدول أمريكا الشمالية من ٢٧,١٠١ مليون برميل عام ٢٠٠١ إلى ٢٦,٢١٧ مليون برميل عام ٢٠٠٨بمعدل تغير(-٣,٢٦%) خلال الفترة من ٢٠٠١إلى ٢٠٠٨، وارتفع الاحتياطي المؤكد لدول أوروبا الغربية من ١١٤٦١٤ مليون برميل عام ٢٠٠١ إلى ١٢٨٩٧٩ مليون برميل عام ٢٠٠٨بمعدل ارتفاع ١٢,٥%، وبالنسبة لدول أوروبا الشرقية فقد انخفض الاحتياطي المؤكد من البترول من ١٩,٤٩٨ مليون برميل عام ٢٠٠١ إلى ١٤,٨٠٥ مليون برميل عام ٢٠٠٨ - ٢٤,٠٦%، كذلك الأمر بالنسبة لدول آسيا والباسفيك والتي انخفضت احتياطيات البترول لديها خلال فترة الدراسة من ٤٣٢٣٥ مليون برميل عام ٢٠٠١ إلى ٤٠٢٧٨ مليون برميل خلال ٢٠٠٨ بمعدل - ٦,٨% من ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٨.

على نفس السياق ارتفع الاحتياطي المؤكد للبترول على مستوى العالم؛ خلال فترة الدراسة من ١١٢٢٩٣٠ مليون برميل عام ٢٠٠١؛ إلى ١٢٩٥٠٨٥ مليون برميل عام ٢٠٠٨ بنسبة ارتفاع ١٥,٣٣% خلال تلك الفترة، كما ارتفعت نسبة أوبك من الاحتياطي العالمي للبترول؛ خلال فترة الدراسة من ٧٦,٥% من إجمالي الاحتياطي لعام ٢٠٠١ إلى ٧٩,٣% من إجمالي الاحتياطي لعام ٢٠٠٨.

١/٣/١/٤/٣ تطور الإنتاج الفعلي لدول الأوبك خلال الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨:

وتشير بيانات الجدول رقم (٣/١) بالملحق الإحصائي إلى تطور إنتاج البترول لدول أوبك خلال فترة الدراسة، حيث احتلت المملكة العربية السعودية المركز الأول لإنتاج البترول؛ فقد ارتفع إنتاج السعودية من ٧٨٨,٩ مليون برميل عام ٢٠٠١ إلى ٩١٩٨,٠ ألف برميل/يوميًا عام ٢٠٠٨؛ بمعدل ارتفاع ١٦,٥٩% خلال فترة الدراسة، تليها الجمهورية الإسلامية الإيرانية بارتفاع في

إنتاج البترول من ٣٥٧٢,٠ ألف برميل/ يوميًا عام ٢٠٠١ إلى ٤٠٥٥,٧ ألف برميل/ يوميًا عام ٢٠٠٨؛ بمعدل ارتفاع ١٣,٥%، وتحتل المركز الثالث لإنتاج البترول فنزويلا فقد ارتفع إنتاجها من ٢٧٩١,٩ ألف برميل/ يوميًا عام ٢٠٠١ إلى ٣١١٨,٥ ألف برميل/ يوميًا عام ٢٠٠٨؛ بمعدل ارتفاع ١,١٦% خلال فترة الدراسة.

على الجانب الآخر ارتفع إجمالي إنتاج أوبك من ٢٨٠٠٨,٣ مليون برميل عام ٢٠٠١ إلى ٢٨١٨٧,٩ ألف برميل/ يوميًا عام ٢٠٠٣ إلى ٣٢٣٠٥,٧ ألف برميل/ يوميًا عام ٢٠٠٥ إلى ٣٣٠٣٦,٠ ألف برميل/ يوميًا عام ٢٠٠٨، بمعدل ارتفاع حوالي١٧,٩ % خلال فترة الدراسة.

١/٣/١/٤/٤ تطور الإنتاج العالمي للبترول خلال الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨:

يوضح الجدول رقم(٤/١) بالملحق الإحصائي التطور العالمي لإنتاج البترول خلال فترة الدراسة، فيشير الجدول إلى انخفاض الإنتاج لدول أمريكا الشمالية من ٧١٧٨,٨ ألف برميل/يوم عام ٢٠٠١ إلى ٦٣٠٣,٥ ألف برميل/ يوميًا عام ٢٠٠٨ بمعدل تغير -١٢,٩%، في حين ارتفع إنتاج البترول لدول غرب أوروبا من ٨٢٤٩,٦ ألف برميل/ يوميًا عام ٢٠٠١ إلى ١٢٠٢٨,٩ ألف برميل/ يوميًا عام ٢٠٠٨؛ بمعدل تغير ٤٥,٨%، وانخفض إنتاج البترول لدول أوروبا الشرقية من ٦٠٣٣,٦ ألف برميل/ يوميًا عام ٢٠٠١ إلى ٤٠٣٧,٩ ألف برميل/ يوميًا عام ٢٠٠٨؛ بمعدل تغير-٣٣,٠٤%، وارتفع إنتاج دول آسيا والباسفيك من ٧٢٠٧,٦ ألف برميل/ يوميًا عام ٢٠٠١ إلى ٧٣٩٧,٧ ألف برميل/ يوميًا عام ٢٠٠٨؛ بمعدل تغير ٢,٦٣%.

هذا فقد تطور الإنتاج العالمي من البترول خلال فترة الدراسة من ٦٥٣٨٦,٩ ألف برميل/ يوميًا عام ٢٠٠١ إلى٦٧٢٢١,١ ألف برميل/ يوميًا عام٢٠٠٣، و ٧١٧٢٩,٣ ألف برميل/ يوميًا عام ٢٠٠٥إلى ٧٢٠٢٨,٣ ألف برميل/يوميًا عام ٢٠٠٨؛ بمعدل ارتفاع ١٠,١٥%، وتطورت نسبة دول أوبك من الإنتاج العالمي خلال فترة الدراسة ٤٢,٨% من إجمالي الإنتاج العالمي للبترول لعام ٢٠٠١، انخفضت إلى ٤١,١% من إجمالي الإنتاج العالمي عام

٢٠٠٣ ثم ارتفعت إلى ٤٥,١% من إجمالي الإنتاج العالمي عام ٢٠٠٦ إلى أن وصلت نسبة مساهمة أوبك في الإنتاج العالمي للبترول خلال ٢٠٠٨ إلى ٤٥,٩%.

هذا ويوضح الرسم رقم (٢/١) بملحق الرسومات البيانية لتطورات العرض العالمي للبترول لدول الأوبك مع التغيرات السعرية لبرميل البترول بالدولار الأمريكي لدول أوبك خلال الفترة؛ من بدايات الطفرة النفطية الأولى منتصف سبعينات القرن الماضي، مرورًا بأهم الأحداث التي طرأت في السوق العالمية للبترول كما سلف الإشارة، إلى إنتاج البترول مع نهاية عام ٢٠٠٩؛ أي مع انتهاء الطفرة النفطية الثالثة وانخفاض أسعار البترول في الأسواق العالمية.

يوضح الرسم البياني رقم (٣/١) بملحق الرسومات البيانية تطور الإنتاج العالمي للدول الغير أعضاء في أوبك مع التطورات العالمية في الأسعار خلال الفترة من ١٩٧٣؛ مع بداية عصر الطفرات النفطية، والتحول السوقي تجاه المنتج إلى الوقت الراهن.

٢/٣/١ الطلب على البترول:

يعد الطلب على البترول العامل الثاني من عوامل تحليل السوق البترولية خلال فترة الدراسة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨، ومن الجدير بالذكر في هذا الشأن أن الطلب على البترول ليس طلبًا ذاتيًا؛ إنما هو طلب مشتق من الطلب على منتجات البترول سواء المشتقات أو المنتجات الصناعية، أو الطلب على البترول كمصدر للطاقة؛ ولعل الدراسة تعرض هذا المفهوم ليوضح مدى استجابة الطلب العالمي للبترول للتغيرات في السعر، وكذلك مدى صعوبة حساب مرونات البترول(١).

١/٢/٣/١ العوامل الاقتصادية المؤثرة في الطلب على البترول :

يتأثر الطلب العالمي على البترول بمجموعة من العوامل الاقتصادية لعل من أهمها(٢):

---

(1) حسين عبد الله (٢٠٠٣)، "البترول العربي"، مرجع سبق ذكره، ص ١٥١.

(2) سيد الخولي (١٩٩٢)، " اقتصاد النفط"، مرجع سبق ذكره، ص ٣٢٠.

- الأسعار السائدة في الأسواق العالمية باختلافها سواء الفورية، أو الآجلة، أو المستقبلية (الورقية).
- أسعار المصادر البديلة للطاقة، وذلك في حالات استخدام المنتجات البترولية؛ كمصدر من مصادر الطاقة – أي ليس كمصدر للتصنيع ففي هذه الحالة لا يوجد بديل له– مثل أسعار الفحم مثلاً.
- مستوى الدخل السائد ومعدل النمو الاقتصادي؛ حيث يرتبط الطلب على البترول طرديًا بمستوى الدخل ومعدل النمو الاقتصادي.
- أسعار السلع والخدمات؛ والتي يعتبر البترول أحد العناصر المكونة لها، أو السلع والخدمات التي ترتبط بالبترول؛ سواء من حيث التصنيع أو الاستخدام.
- التوقعات حول مستقبل السوق البترولية سواء من حيث عرض البترول، والظروف المحيطة به، أو مستقبل أسعار البترول.
- مجموعة الاعتبارات غير الاقتصادية الأخرى؛ مثل: الظروف السياسية، وكذلك الظروف الاجتماعية.

١/٣/٢/٢ مرونة الطلب على البترول:

تعرف مرونة الطلب على أنها درجة استجابة الكميات المطلوبة للتغيرات في مجموعة من المتغيرات الاقتصادية؛ لعل من أهمها السعر، فتشير النظرية الجزئية إلى أن العلاقة ما بين الكميات المطلوبة من سلعة ما، وسعرها علاقة عكسية.

وإن كان ذلك يشير إلى العلاقة الخطية، إلا أن المرونة تشير إلى الاستجابة النسبية للتغيرات في السعر(العلاقة اللوغارتمية)، بشكل أكثر تفصيلاً؛ حجم التغير في الكمية نتيجة التغيرات في السعر، ومن هذا المنطلق تعرض الدراسة في الجزء التالي التحليل الاقتصادي لمرونة الطلب على البترول كما سيلي توضيحه.

١/٣/٢/٢/١ المفهوم الاقتصادي لمرونة الطلب على البترول:

تعرف مرونة الطلب على البترول على أنها درجة استجابة الطلب(الكميات المطلوبة) على البترول للتغير نتيجة تغير أحد العوامل المؤثرة في الطلب على البترول[1].

---

(1) See:=

١/٣/٢/٢/٢ العوامل الاقتصادية المؤثرة في مرونة الطلب على البترول:

- أن الطلب على البترول طلب مشتق من الطلب على المنتجات البترولية؛ ومن ثم تحسب مرونة الطلب على البترول عن طريق حساب متوسط مرونات الطلب على المنتجات البترولية، ولكثرتها نجد من الصعوبة تحديد مرونة الطلب على البترول.
- من الصعوبة قياس مرونات الطلب السعرية على المنتجات البترولية؛ وذلك بسبب كثرتها وإمكانية الإحلال فيما بينها، كما أن مرونة الطلب السعرية للمنتجات البترولية متباينة إلى حد كبير.
- أن المنتجات البترولية تتنافس مع منتجات من نفس القطاع، ومنتجات من خارج القطاع، فعلى سبيل المثال هناك تنافس ما بين منتجات البنزين والكيروسين، ومنتجات البتروكيماويات؛ مثل: الألياف الصناعية والألياف الطبيعية، وهذا من العوامل التي تؤدي إلى صعوبة قياس مرونة الطلب على البترول.
- تعرف مرونة الطلب الدخلية للمنتجات البترولية بأنها مرتفعة، وذلك يرجع إلى الأهمية الاقتصادية للبترول؛ حيث أنه الأوفر، والأسهل استخراجًا، على الجانب الآخر توافق الطلب على البترول، والزيادة على الدخل في الأجل الطويل(١).

= - Cooper. J (March 2003), **"Price Elasticity If Demand For Crude Oil Estimate For 23 Countries"**, Organization For Exporting Countries, PP 2-6.

- Miyazawa. K (2009), **"Estimating Of the Elasticity of Substitution between Oil and Capital"**, Economic Bulletin, Vlo. 29 No. 2, PP 1-6.
- على منصور (١٩٩٠)، " محاضرات في اقتصاديات البترول"، مرجع سبق ذكره، ص ٣٠.

(1) Krichene. N (2007), **"An Oil and Gas Model"**, IMF WP/07/135, PP 9-10.

- من العوامل الأخرى التي قد يكون لها تأثير على مرونة الطلب على البترول؛ مرونة المخزون؛ حيث إن التغيرات في المخزون سيكون لها تأثيرًا في الطلب؛ سواء في الأجل الطويل أو القصير[1].

١/٣/٢/٢ تطور الطلب العالمي على البترول.

يوضح الجدول رقم (١/٥) بالملحق الإحصائي تطور الاستهلاك العالمي للبترول؛ خلال فترة الدراسة، فقد ارتفع استهلاك دول أمريكا الشمالية من ٢١١٠٤,٩ ألف برميل/ يوميًا عام ٢٠٠١ إلى ٢٢٣٦٢,٢ ألف برميل/ يوميًا عام ٢٠٠٧ بمعدل ارتفاع ٥,٩% ثم انخفض في ٢٠٠٨ ليصبح ٢١٢٢٧,٣ ألف برميل/ يوميًا، أيضًا ارتفع استهلاك دول أوروبا الغربية من ٤٧٠٣,٥ ألف برميل/ يوميًا عام ٢٠٠١ إلى ٧٣٥١,٢ ألف برميل/ يوميًا عام ٢٠٠٨ بمعدل ١٢,٩%، أيضا ارتفع استهلاك البترول في دول آسيا، والباسفيك من ١٩٤١١,٣ ألف برميل/ يوميًا عام ٢٠٠١ إلى ٢٣٣٩٣,٨ ألف برميل/ يوميًا عام ٢٠٠٨ بمعدل ٢٠,٥%.

هذا فقد ارتفع الاستهلاك العالمي من البترول خلال فترة الدراسة من ٧٢٢٣٤,٨ ألف برميل/يوميًا إلى ٧٩٥٧٤,٥ ألف برميل/يوميًا عام ٢٠٠٧ بمعدل ١٠,١٤%، وانخفضت إلى ٧٩٢٢٦,٥ ألف برميل/ يوميًا عام ٢٠٠٨ بمعدل ارتفاع عن ٢٠٠١ بنسبة ٩,٦% بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية.

١/٣/٣ تطورات أسعار البترول خلال فترة الدراسة:

يوضح الجدول رقم (١/٦) بالملحق الإحصائي تطور أسعار البترول خلال فترة الدراسة؛ حيث يشير إلى ارتفاع المتوسط السنوي لأسعار بترول سلة أوبك من ٢٨,١٠ دولارًا للبرميل عام ٢٠٠٣، إلى ٣٦,٠٥ دولارًا للبرميل عام ٢٠٠٤ بمعدل زيادة ٢٨,٢٩%، ثم ارتفع إلى ٥٠,٦٤ دولارًا للبرميل عام ٢٠٠٥ بمعدل زيادة سنوي ٤٠,٤٧%، ثم وصل متوسط سعر أوبك عام ٢٠٠٦

---

(1) Toche. P (2009), **" Elasticity and It Is APPlications: Case Study Oil Prices and OPEC"**, Mankiw, Priciple of Microeconomic, PP 1-5.

إلى ٦١,٠٨ دولارًا للبرميل بمعدل زيادة سنوي ٢٠,٦١%، ثم ارتفع المتوسط السنوي لسلة أوبك إلى ٩٤,٤٥دولارًا للبرميل عام ٢٠٠٨ بمعدل زيادة سنوي ٣٦,٧٢%.

وعلى نفس المنوال ارتفع المتوسط لخام برنت من ٢٨,٨١ دولارًا للبرميل عام ٢٠٠٣ إلى ٣٨,٢٣ دولارًا للبرميل عام ٢٠٠٤ بمعدل زيادة ٣٢,٦٩%، ثم ارتفع إلى ٥٤,٤٤ دولارًا للبرميل عام ٢٠٠٥ بمعدل زيادة سنوي ٤٢,٤٠%، وارتفع المتوسط السنوي لخام برنت إلى ٦٥,٦١ دولارًا للبرميل عام ٢٠٠٦ بمعدل زيادة ٢٠,٥١%، ثم ارتفع إلى ٩٧,٣٧ دولارًا للبرميل عام ٢٠٠٨ بمعدل ارتفاع سنوي ٣٤,٢١%.

وعلى الجانب الآخر ارتفع المتوسط السنوي لخام ***WTI*** للولايات المتحدة الأمريكية من ٣١,٠٩ عام ٢٠٠٣ إلى ٤١,٤٤ دولارًا للبرميل عام ٢٠٠٤ بمعدل زيادة ٣٣,٢٩%خلال السنة، ثم ارتفع الخام الأمريكي إلى ٥٦,٥١ دولارًا للبرميل عام ٢٠٠٥ بمعدل ارتفاع ٥٨,٠٨%، ثم ارتفع المتوسط السنوي إلى ٦٦,٠٤ دولارًا للبرميل عام ٢٠٠٦ بمعدل زيادة ١٦,٨%، ثم ارتفع إلى ٩٧,٣٧ دولارًا للبرميل عام ٢٠٠٨ بمعدل زيادة سنوي ٣٨,٣٣%.

٤/١ التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار البترول خلال فترة الدراسة ٢٠٠١ – ٢٠٠٨:

يهدف الجزء التالي من هذا الفصل إلى عرض مجموعة من المتغيرات الاقتصادية، والتي لها تأثيرًا على التغيرات في أسعار البترول خلال فترة الدراسة، والتي قد تعد تفسيرًا للطفرة النفطية الثالثة على أن يتم وضع نموذج قياسي في الفصل الرابع من الدراسة لبيان دور هذه المتغيرات في التأثير على أسعار البترول، وذلك على النحو التالي:

١/٤/١النمو الاقتصادي العالمي والتغيرات في أسعار البترول:

يعد النمو الاقتصادي العالمي من أهم المتغيرات الاقتصادية التي قد يكون لها تأثير في الطلب العالمي على البترول؛ ومن ثم على أسعار البترول، وفي هذا الشأن نجد أن من أهم سمات الاقتصاد العالمي؛ هي: ارتفاع النمو الاقتصادي خلال فترة الدراسة [1].

---

(1) النشرة الاقتصادية للبنك الأهلي المصري (٢٠٠٧)، مرجع سبق ذكره، ص ٢٥.

وتوضح بيانات الجدول رقم (٧/١) بالملحق الإحصائي ارتفاع النمو الاقتصادي العالمي خلال فترة الدراسة من ٢,٤% عام ٢٠٠١ إلى ٣,٠% عام ٢٠٠٢؛ ارتفع معها معدل النمو في الطلب على البترول من ٠,٨ % عام ٢٠٠١ إلى ٠,٩% عام ٢٠٠٣؛ثم ارتفع معدل نمو الاقتصاد العالمي إلى ٣,٩% عام ٢٠٠٣؛ وصل فيها معدل نمو الطلب على البترول إلى ٢,٤%، ثم ارتفع معدل نمو الاقتصاد العالمي إلى ٤,٩% عام ٢٠٠٤؛ ارتفع خلالها معدل نمو الطلب على البترول إلى ٣,٨% ثم ٤,٥% عام ٢٠٠٥ بمعدل نمو لطلب البترول ١,٨%، وارتفع النمو العالمي خلال ٢٠٠٦ إلى ٥,٢%،معدل نمو في الطلب البترول ١,٢%، ثم انخفض النمو العالمي في ٢٠٠٧ إلى ٠,٥% ثم انخفض إلى ٣,٨% خلال ٢٠٠٨ انخفض معها معدل نمو الطلب العالمي على البترول إلى -٠,١% خلال نفس السنة بسبب تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية.

١/٤/٢ أسواق المستقبليات والمضاربة والتغيرات في أسعار البترول:

تعرف أسواق المستقبليات على أنها الإطاإنه: نظم لعملية تداول البترول خلال فترة مستقبلية بعقد نمطي؛ من حيث المدة، والكمية، والسعر [1]، وعلى أساس أن كلمة سوق تشير إلى مجموعة العلاقات التي تتفاعل في ظل ظروف معينة؛ مما تؤدي إلى خلق السعر وفق آليات العرض والطلب.

فمن الممكن تعريف سوق المستقبليات على أنه: الإطار المنظم لتفاعل قوى عرض وطلب البترول خلال فترة لاحقة مما يترتب عليه تحديد السعر المستقبلي خلال تلك الفترة؛ وهذا ما يشير إلى أهمية سوق المستقبليات في التأثير على أسعار البترول.

---

(1)See:

1. Hamilton. J. D (2008),"**Understanding Crude Oil Prices**", University of California Working Paper, San Diego, P 7.
2. Medlock. K. B. and Laffe. A. M (2009), **"Who Is In The Oil Future Market And Who Has It Changes?"** Institution for Public Policy, PP3-4.

تعرف العقود المستقبلية على أنها اتفاق ما بين طرفين على اتخاذ مركز مفتوح داخل السوق، بهدف التغطية، أو المضاربة بمبلغ نمطي، وعملة محددة، وأجل محدد، وحجم عقد محدد، ووفق مجموعة من الإجراءات النمطية، والتي تتحدد عن طريق السوق المتداول به تلك العقود.

١/٤/٢/١مفهوم وطبيعة عقود أسواق المستقبليات:

تتميز عقود المستقبليات بمجموعة من المميزات، والتي تفرق فيما بينهـــا وبين العقود الآجلة من جانب، وعلى صعيد الجانب الآخر يعد فهم تلك المميزات مهمًا في فهم العقود المستقبلية البترولية، وذلك كما يلي بيانه [(١)]:

- ☒ تعد عقود المستقبليات عقود نمطية، وذلك من حيث الأسواق المتعامل بها؛ حيث يتم التعامل معها في أسواق معينة؛ مثل: سوق لندن، وسوق نيويورك، وأيضًا؛ من حيث حجم العقود أي أن العقود ذات أحجام ثابتة من براميل البترول دون التجزئة، وعلى جانب الأسعار؛ حيث لكل عقد سعر معين يتحدد يوميا في السوق، وكذلك أجل، و تاريخ استحقاقها، وأسلوب تسويتها، وكافة الإجراءات المتعلقة بها، والتي تختلف من سوق إلى آخر.
- ☒ تتميز أسواق المستقبليات بتواجد غرفة للمقاصة؛ الهدف الأساسي منها إتمام الصفقات، وضمان كل طرف من الأطراف المتعاقدة من الوفاء بالتزاماته؛ حيث إن أطراف عقود المستقبليات لا تتعامل بشكل مباشر، ولكن يتم التعامل عن طريق غرفة المقاصة، والتي تكون على استعداد للوفاء بالتزامات كل طرف إذا ما أخل بها لاسيما في حالة التعامل

---

(1) يراجع في ذلك:

١. سامي عفيفي حاتم (٢٠٠٦)،"<u>الاقتصاد النقدي الدولي</u>"، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة،ص ٣٠٢-٣١٢.
2. Dimoulas. C, Pucella. R and Felleisen. M (2009), **"Future Contracts"**, Northeastern University, Boston, MA, Coimbra, Portugal.
3. http://www.ccs.neu.edu/racket/pubs/ppdp09-dpf.pdf

الإلكتروني، ومن ثم تتيح للأطراف المتعاقدة سهولة إغلاق مراكزهم، أو تحويلها. كما أنها هي التي تقوم بدور التسوية اليومية للعقود.

- ☒ تعد التسوية اليومية من أهم خصائص عقود المستقبليات، والتي تهدف إلى تخفيض المخاطر التي تواجه الأطراف المتعاقدة؛ سواء من حيث عدم الالتزام بالوفاء بالالتزامات؛ أو من حيث تقلبات الأسعار، ومن ثم فمع التسوية اليومية تؤول قيمة عقود المستقبليات إلى الصفر بنهاية يوم التعامل، وفي بداية اليوم الثاني يبدأ العقد بسعر جديد، ولعل ذلك راجع إلى تأثير عقود المستقبليات على الأسعار الفورية.
- ☒ يقوم كل طرف من أطراف أسواق المستقبليات بتقديم وديعة حسن نية لدى غرفة المقاصة؛ وذلك بهدف ضمان التسوية اليومية، وتنفيذ العقد في نهاية مدة التعاقد، ويعتبر هذا الهامش حق ملكيه لمودعه؛ سواء كان البائع، أو المشتري.
- ☒ تتميز عقود المستقبليات بسهولة تسييلها، فمن السهل اتخاذ عكس المركز الحالي عن طريق بيع، أو شراء العقد الممتلك، وذلك دون الحاجة إلى تدفق نقدي ضخم، مما يتيح لأطراف التعامل من التجاريين، وغير التجاريين سهولة التعامل.
- ☒ ضماناً لحماية الأطراف المتعاملة في أسواق المستقبليات تتخذ كل سوق حدود معينة للتقلب في الأسعار تمنع بعدها التعامل في العقود.

١/٤/٢/٢ الأهمية الاقتصادية في التعامل على عقود المستقبليات " البراميل الورقية":

تتنوع أهداف المعاملات في العقود المستقبلية على البترول، فهناك من يدخل السوق بهدف التغطية أو ما يسمى بالتجاريين(***The Commercials***)؛ أي أن هدفهم تغطية المخاطر الخاصة بالتغيرات في أسعار البترول في المستقبل، والنوع الثاني من المتعاملين هم: المضاربون(***The Speculators***)، أو غير التجاريين(***The Non-Commercials***)، والذي يكون هدفهم النهائي هو تحقيق الربح من التغيرات في الأسعار سواء المضاربة على الصعود، أو المضاربة على الهبوط [1].

---

(1) See:=

ومن الجدير بالذكر في هذا الشأن أن التفرقة بين نـوعي التعامـل فـي أسواق المستقبليات تكمن في الدافع، وليس في موقف كل طرف، أي ليس معنى ذلك أن اتخاذ الموقف القصير؛ يشير إلى التغطية، والعكس يشير إلى المضاربة.

١/٤/٢/٢/١ المعاملات بهدف التغطية:

التغطية في أسواق المستقبليات البترولية هي اتخاذ مركـز طويـل، أو قصير داخل السوق بهدف تغطية المخاطر المحتملة للتقلبات في أسعار البترول، وذلك بالنسبة للأطراف المتعاملين فـي السـوق البتروليـة؛ مثـل: المنتجـين، والمستوردين (التجاريين)، والذي يتمثل الهدف الأساسي لهم في حماية مـوقفهم المكشوف في السوق من التقلبات المستقبلية في أسعار البترول؛ سواء بالارتفاع، أو بالانخفاض.

ولعل معنى التغطية لا يشير إلى إمكانية إزالة المخاطر المتوقعـة مـن التقلبات في أسعار البترول، ولكن التغطية تشير إلـى تحويـل المخـاطر إلـى أطراف أخرى، ويعتمد ذلك على حسن التوقع من قبل المتعامل في السوق.

وتنقسم التغطية إلى نوعين :

- <u>المركز القصير للتغطية</u>: والهدف من ورائها هي حماية المتعامـل مـن الانخفاض المتوقع في أسعار البترول، وفيها يقوم المتعامل بالدخول فـي عقد مستقبلي بهدف بيع كمية من البترول عند سعر العقد المستقبلي.

= * Medlock. K. B and Laffe. A. M (2009),"Who Is In The Oil Future Market And Who Has It Changes?" **Op-Cit**, PP 6-8.

- Ouliaries. S. and Others (2005), **"The Structure of Oil Market and Causes High Prices"**, IMF, PP 3-5.
- Ciner. C (2006), **"Hedging or Speculation in Derivative Market: The Case Of Energy Future Contract"**, Routledge, PP189-190.
- El-Khoury. M. and Switzer.L. N (2007), **"Extreme Volatility, Speculative Efficiency, and the Hedging Effective of Oil Future Market"**, the Journal of Future Market, Vol. 27, No1, 61-84, PP62-65.

- **المركز الطويل للتغطية:** ويهدف المتعامل من ورائها تغطية موقفه من الارتفاع المتوقع في أسعار البترول، وذلك عن طريق الدخول في عقد مستقبلي؛ بهدف شراء كمية من البترول وفق سعر العقد المستقبلي.

ومن الجدير بالذكر في هذا الشأن حول نهج التغطية في العقود المستقبلية؛ أنها تعني تغيير، وعكس موقف السوق الحاضر، والسوق المستقبل حيث إن:

- الربح المحقق من وراء التعامل في أسواق المستقبليات يغطي الخسارة المحققة في السوق الحاضر.
- الربح المحقق من وراء التعامل في السوق الحاضر يغطي الخسارة المحققة في أسواق المستقبليات.

١/٤/٢/٢/٢ المعاملات بهدف المضاربة:

تعد المضاربة النوع الثاني من التعامل في أسواق المستقبليات على العقود الورقية للبترول، وفيها يتعامل الغير تجاريين، وعلى العكس من التجاريين. فإن هدف المضاربين يتمثل في تحقيق الربح من التغيرات في الأسعار، كما أن المضاربين لا يقومون بالتعامل في السوق العيني للبترول، ولكن كل تعاملاتهم في الجانب المالي فقط [1]، أي أن المضارب لا يهتم بالحصول على البترول من أجل التصنيع، أو الاشتقاق كما هو الحال بالنسبة للتجاريين، ولكن الأساس في تعاملات المضاربين هو تحقيق الربح من الاختلافات في الأسعار.

أنواع المضاربة في أسواق المستقبليات:

- **المركز الطويل للمضاربة :** وفيه يتوقع المستثمر ارتفاع الأسعار؛ فيتخذ مركزًا طويلاً بالدخول في سوق المستقبليات للحصول على كمية من البترول في المستقبل وفق توقعات بارتفاع الأسعار.
- **المركز القصير للمضاربة:** وفيه يتوقع المستثمر انخفاض في أسعار البترول؛ فيتخذ مركزًا قصيرًا في الدخول في سوق المستقبليات لبيع كمية من البترول في المستقبل وفق توقعه بانخفاض الأسعار، على أساس سعر محدد من الآن.

---

(1) Robe. M. A. and Others (2008), **"Fundamentals, Trader Activity And Derivative Pricing"**, CFTC, PP 15-16.

ومن الجدير بالذكر أن معاملات البترول داخل أسواق المستقبليات تسمى بالبراميل الورقية، ولعل تفسير ذلك يرجع إلى نشاط المضاربين، حيث إنهم يتعاملون مع البترول على أنه مجرد ورقة عقد لتحقيق مكسب خلال فترة قادمة.

ولعل أيضًا أهم ما يميز نشاط الاستثمار المالي في العقود الورقية للبترول هو تحول مؤسسات القطاع النقدي، والتي كانت تعمل في الأدوات قصيرة الأجل إلى التحول إلى القطاع المالي الأكثر ربحًا، ومخاطرة في ذات الوقت؛ وذلك وفق ما يطلق عليه حديثًا اقتصاديات نوادي القمار(اقتصاديات الكازينو)، والتي تعتبر من أهم سمات الاقتصاد الحديث، ومن أهم الأطراف المالية في هذا الشأن هي البنوك وأموال صناديق الاستثمار، تلك المؤسسات التي عملت على تكوين إدارات متخصصة لإدارة التعامل في أسوق البترول.

ومن أهم هذه البنوك ذات التأثير على العقود المستقبلية ***Morgan Stanly,HSBC,ABN Amro,Goldman Sachs***،والتي كان لها الريادة في تولي زمام الأمور في أسوق المستقبليات، بالإضافة إلى ذلك صناديق الاستثمار التي عملت على ضخ الملايين في هذا السوق بهدف استثمارها مما ترتب عليه زيادة تأثير المضاربة في السوق الورقي، ومن ثم التأثير على أسعار البترول.

١/٤/٢/٣ التحليل الاقتصادي لتأثير سوق المستقبليات على أسعار البترول(تحليلاً نظري):

أوضحت الدراسة سلفًا أن المتعامل في أسواق المستقبليات إما أن يتبنى مركزًا طويلاً، أو مركزًا قصيرًا (والذي يعرف بالمركز المفتوح داخل السوق) في التعامل على العقود الورقية للبترول، ويفسر تأثير أسواق المستقبليات على أسعار البترول كالتالي [(١)]:

وفق التوقعات الأطراف المتعاملة في أسواق المستقبليات، فعند حدوث ارتفاع في أسعار العقود المستقبلية نتيجة توقعات الأفراد بذلك، فإن شرط الربح للمتعامل سيكون:

---

(1) Hamilton.J.D (2008), "Understanding Crude Oil Prices", Op-Cit, PP 7-9.

$F_t < P_{t+1}$ (1)،

على أساس أن F_t تمثل سعر العقد المستقبلي خلال الفترة t، و تمثل P_{t+1} سعر البترول في السوق الفورية خلال الفترة t+1، ومن هنا فإن ارتفاع أسعار العقود المستقبلية مؤشرًا على ضرورة ارتفاع الأسعار خلال الفترة القادمة لاستفادة الأطراف المتعاملة من تحقيق الربح – مع مراعاة تكاليف إتمام الصفقة، وتسمى هذه الحالة هي تبني مراكز طويلة خلال سوق المستقبليات؛ أي دخول الأطراف المتعاملة من خلال طلب التعامل في عقد مستقبلي للحصول على كمية من البترول عند السعر F_t بهدف إعادة بيعها خلال الفترة t+1 بالسعر P_{t+1}.

ومن هنا يكون شرط التوازن في تعاملات أسواق المستقبليات كالتالي:

$$F_t = E_t\,p_{t+1} + H_t^{\#} \quad (2)$$

وتشير المعادلة رقم (٢) إلى التوازن في أسواق المستقبليات، ومن ثم فارتفاع أسعار العقود المستقبلية، لابد وأن يترتب عليه ارتفاع الأسعار في الفترة القادمة، و كذلك العكس فانخفاض أسعار عقود المستقبليات سيكون مؤشرا لإمكانية انخفاض السعر في السوق الفورية خلال الفترة القادمة.

وتحدد المعادلة رقم (٣) للمراكز المفتوحة(***OPEN INTEREST***) للمتعاملين داخل أسواق المستقبليات بالمعادلة التالية(1):

حيث:

$$\pi_{t+1} = S_{t+1}\,Q_{t+1} - \rho g(Q_{t+1}) + R_t\,(S_{t+1} - f_t) \quad (3)$$

π_{t+1}: إجمالي الربح المتوقع من وراء التعامل داخل أسواق المستقبليات.

S_{t+1}: السعر في السوق الفورية خلال الفترة t+1.

Q_{t+1}: الكمية التي يحصل عليها أو يمتلكها المتعامل الآن، ويدخل على أساسها في العقد المستقبلي.

P : جملة معدل الفائدة. g: إجمالي التكاليف.

---

(1) Williams. K (2008), "The International Oil Market: An APPlication Of The Three- Agent Model", Bank Of Jamaica, Working Paper WP02/11, P12.

R_t: حجم العقد داخل أسواق المستقبليات خلال الفترة t.

f_t: سعر العقد المستقبلي.

ويعد الأساس في تحديد مراكز المتعاملين لعقود المستقبليات هو كمية العقد R_t ويتحدد إذا كان $R_t>0$ تشير إلى اتخاذ مركز طويل داخل أسواق المستقبليات بشراء البترول خلال الفترة $t+1$، على الجانب الآخر إذا كان $R_t<0$ تشير إلى اتخاذ مركز قصير داخل السوق ببيع البترول خلال الفترة t+1، أما إذا كان $R_t=0$ فلن يتم التعامل في أسواق المستقبليات؛ لعدم توافر الفائدة من ذلك.

١/٤/٢/٤ أسعار البترول وأسواق المستقبليات (تحليلاً تطبيقيًا):

يشير الجدول رقم (٨/١) بالملحق الإحصائي إلى تطور معاملات السوق المفتوحة في أسواق المستقبليات خلال فترة الدراسة؛ حيث ارتفعت نسبة المعاملات داخل أسواق المستقبليات على العقود البترولية إلى ٣٦,١% خلال الفترة من ٢٠٠٢ إلى ٢٠٠٦ مقارنة بنسبة ارتفاع ٣,١% خلال الفترة من ١٩٩٦إلى ٢٠٠١، وقد بلغ إجمالي عمليات السوق المفتوح في أسواق المستقبليات(***Open Interest***) على أسعار البترول خلال حوالي ٤٥٦,٧١٧ عملية خلال ٢٠٠٠ارتفعت إلى ٥٣٦,٠١٧عملية خلال ٢٠٠٣ مع بداية الطفرة النفطية الثالثة، ثم تطورت عمليات السوق المفتوح في أسواق المستقبليات على أسعار البترول فوصلت خلال ٢٠٠٤ إلى ٦٩٦,٨٥٠ عملية و ١,٠٨٦,٧٦٢ عملية خلال ٢٠٠٦ ثم إلى ١,٥٤٩,٤٢٥ عملية خلال ٢٠٠٧انخفضت إلى ١,٣٤٤,٤١١ عملية خلال ٢٠٠٨[(١)]ويرجع هذا الانخفاض إلى تأثير الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي خلال تلك الفترة[(٢)].

على الجانب الآخر نجد ارتفاع نشاط المضاربة على العقود الورقية خلال فترة الدراسة؛ خاصة على المراكز الطويلة؛ أي أن نشاط المضاربة تجاه ارتفاع

---

(1) Robe. M. A. and Others (2008), "Fundamentals, Trader Activity and Derivative Pricing", **Op-Cit** PP 14-17.

(2) Koyama. K (2007), **" Prospect For The International Oil Market And Crude Oil Price In 2007"**, Institute Of Energy Economic, PP 1-4.

الأسعار في المستقبل، ولعل ذلك كان من أهم الأسباب التي أدت إلى ارتفاع أسعار البترول خلال فترة الدراسة؛ فقد ارتفعت نسبة المضاربة على العقود الورقية للمراكز الطويلة للمضاربين من ٣,٦% عام ٢٠٠١ إلى ١٣,١% عام ٢٠٠٢و ١٩,٨% عام ٢٠٠٣ و ١٦,١% عام ٢٠٠٤ مقابل ١٠,٩% للمراكز القصيرة في السوق، وصلت النسبة ١٧,٧% عام ٢٠٠٧ ثم إلى ١٥,٦% مقابل ١٤,٠% للمراكز القصيرة عام ٢٠٠٨، ويرجع ارتفاع نسبة المضاربة على المراكز القصيرة في عام ٢٠٠٨؛ إلى بداية انخفاض الأسعار بسبب تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية والتي ترتب عليها انخفاض معدلات النمو العالمي، ومن ثم الطلب العالمي على البترول لاسيما من قبل التجاريين، وارتفاع حالة عدم التأكد بالنسبة لغير التجاريين حول مستقبل الاقتصاد العالمي خلال الفترة التي تلت الأزمة الاقتصادية العالمية.

ويوضح الرسم رقم (٤/١) بملحق الرسوم البيانية تطور المعاملات داخل أسواق المستقبليات وفق الآجال المختلفة لعقود المستقبليات، ويشير الرسم البياني إلى ارتفاع المعاملات على العقود قصيرة الأجل، والذي يترتب عليه سرعة امتصاص السوق للتغيرات في أسعار البترول وفق العرض السابق، تليها المعاملات من ثلاثة إلى اثني عشر شهرًا، ثم المعاملات من اثني عشر شهرًا إلى ست وثلاثين شهرًا، ثم عقود أكثر من ثلاث سنوات، على الجانب الآخر يوضح الرسم المشار إليه إلى ارتفاع التعامل على البراميل الورقية في أسواق المستقبليات خلال فترة الدراسة، الأمر الذي يشير إلى الأهمية النسبية للمعاملات المستقبلية في التأثير على التغيرات في أسعار البترول.

٣/٤/١ تكلفة نضوب البترول:

تعتبر تكلفة نضوب البترول والتكاليف التي تُخلق من ورائها أحد أهم العوامل الاقتصادية التي تؤثر على أسعار البترول؛ حيث كما سبق الإشارة سلفًا؛ فإن البترول يعد من الموارد غير المتجددة القابلة للنضوب، ومن ثم فإن تكلفة

نضوبه تأخذ في الاعتبار عند اتخاذ القرار الاقتصادي للأفراد المتعاملين في السوق المادية (١) للبترول(٢).

يعتبر كون البترول من الموارد الغير قابلة للتجدد تكلفة إضافية لها تأثير على سعر البترول؛ لاسيما أمام الدول البترولية، والتي تعد في غالبها من الدول النامية، وفيها يعد البترول هو المورد الاقتصادي الوحيد لديها؛ ومن هذا المنطلق فإن تسعير البترول بالنسبة لهذه الدول لابد من أن يراعي مجموعة من الاعتبارات الاقتصادية والسياسية و الاجتماعية؛ وذلك على النحو التالي بيانه:

يتمثل **البعد الاقتصادي** في كون البترول المصدر الأساسي للعائدات المالية للدول البترولية، ومن ثم لابد من الاستفادة من هذه العوائد في تحقيق متطلبات التنمية؛ لاسيما في ظل مجموعة من التحديات الاقتصادية، لعل من أهمها تدهور معدلات صرف الدولار، ومن هنا لابد على هذه الدول من تسعير البترول بشكل يراعي الأبعاد الاقتصادية؛ من حيث كونه مورد قابل للنضوب.

وعلى هذا الأساس أشارت دول أوبك في مناقشتها بشأن أسعار البترول بعد نهاية الطفرة النفطية الثالثة، ودخول الاقتصاد العالمي في مرحلة من الركود الناتج عن الأزمة الاقتصادية العالمية مراعاة سعر التنمية لعائدات البترول،

---

(1) توضح الدراسة أن هناك اختلافًا ما بين مصطلحي السوق المادية للبترول (السوق العينية) وهي التي تشير إلى مجموعة الأطراف التجاريين الراغبين في الحصول على البترول بشكل مادي سواء من حيث العرض أو الطلب، أما النوع الآخر فيعد السوق المالي أو المضاربون (غير التجاريين) وهم الأطراف التي لا ترغب في الحيازة المادية للبترول ولكن فقط في الاستفادة من الاختلافات السعرية في معاملات البترول.

(2) See:

- Hamilton. J.D (2008), " Understanding Crude Oil Prices " , **Op-Cit**, PP 9-12
- Korpela. S. A (2006), **" Oil Depletion In The World' , General Articles"**, Current Science, Vol. 91, No. 9,PP1184- 1152
- R. Guseo, Valle. A. D and Guidolin. M (2006), **" World Oil Depletion Models: Price Effects, Compared With Strategic Or Technological Interventions**", University Of Padua, P P 12-18.

وهو السعر المرغوب من دول الأوبك للحفاظ على مستوى التنمية بها، وهذا على أساس أن عائدات البترول يعد من أهم مصادر الدخل في هذه الدول.

وعلى جانب **البعد الاجتماعي** يعد من التحديات المهمة للدول البترولية؛ وذلك من حيث حق الأجيال القادمة في الاستفادة من هذا المورد غير المتجدد، وهذا مما يؤثر في قرار تسعير هذا المورد، وذلك في جانبين: **الأول** الحفاظ على جزء من ذلك المورد للأجيال القادمة، أما الجانب **الثاني** فيتمثل في استغلال موارد هذا المورد في تنويع مصادر الدخل؛ بدلاً من الاعتماد على مصدر واحد.

على الجانب الآخر والمتمثل في الدول المستهلكة للبترول، سيؤثر عامل النضوب على ارتفاع الطلب على البترول؛ سواء لتلبية الاحتياجات الآنية مع انخفاض المعروض، أو لتغطية موقفهم المستقبلي من احتياجاتهم للبترول؛ لاسيما أن البترول هو المصدر الأهم للطاقة وللعديد من الصناعات الأخرى، وفي هذا الشأن أيضًا حددت دول أوبك سقف الاحتياطي للدول المستهلكة للبترول بأنه من المفترض ألا يتجاوز ستين يومًا، وفي حالة تجاوزه قد تقوم أوبك بتعديل سقف إنتاجها (التغيير في العرض).

يتمثل الأثر الاقتصادي لنضوب البترول في ارتفاع أسعار البترول في الأسواق البترولية بأنواعها من حيث النفقة الحدية لإنتاج البترول، ولفهم ذلك الأثر فإن عنصر النضوب سيترتب عليه انخفاض الكمية المعروضة من البترول؛ سواء المطروحة في السوق من جانب الدول البترولية، أو الاحتياطيات المؤكدة من البترول، ومن ثَم فإنه سيخفض المعروض الكلي من الخام، وترتفع أسعار البترول؛ لاسيما في ظل انخفاض مرونة العرض السعرية للبترول، مما يترتب عليه دافعًا لدى الأطراف المتعاملة في السوق البترولية؛ سواء التجاريين(متعاملي السوق المادي) لتغطية مواقفهم المكشوفة المستقبلية؛ مما يجعلهم يتخذوا مراكز طويلة في السوق البترولية مما يترتب عليه ارتفاع في السعر، أو غير التجاريين (متعاملي السوق المالي أو العقود الورقية) والذين يرغبون بدورهم في الاستفادة من التقلبات في أسعار البترول.

ومن الملاحظ أيضا في هذا الشأن أنه من السهل لدى الدول البترولية ترك البترول مخزوناً تحت سطح الأرض، وعدم عرضه في السوق في الوقت الراهن لحين ارتفاع الأسعار، مما يترتب عليه التأثير على أسعار البترول في اتجاهين: يتمثل **الاتجاه الأول** في رفع أسعار العقود الورقية لأسواق المستقبليات، وكذلك أسعار العقود الآجلة؛ بسبب احتمال ارتفاع أسعار البترول؛ مما سينعكس على أسعار البترول في السوق الفورية في الفترة القادمة لتلك الفترة، وعلى صعيد **الاتجاه الثاني** ترتفع أسعار البترول في السوق الفورية نتيجة طلب التجاريين لتلبية احتياجاتهم من البترول في الوقت الحاضر.

كما بالنسبة للمنتجين من الدول البترولية الحصول على عائد؛ سواء في الوقت الراهن، أو في المستقبل يعرف تكلفة الندرة، وهذا ما توضحه المعادلة التالية:

$$\lambda_t = P_t - M_t \quad (4)$$

λ_t : تكلفة الندرة (العائد المرغوب للمنتج بسبب احتمال نضوب المورد).

P_t: – سعر البترول في السوق الحاضرة خلال الفترة t.

M_t: – النفقة الحدية لإنتاج البترول.

وتوضح المعادلة رقم (٤) أنه كلما ارتفعت رغبة المنتج في الحصول على عائد نتيجة احتمال نضوب البترول، فلابد من رفع الأسعار بنسبة أكبر من النفقة الحدية، ومن ثم يؤثر نضوب البترول على ارتفاع الأسعار في السوق الحاضرة.

وفي السوق الآجلة، أو المستقبلية تكون تكلفة الندرة، أو العائد المرغوب من ندرة المورد مع مراعاة معدلات الفائدة السوقية، وتكون معادلة الندرة كالتالي:

$$\lambda_{t+1} = (1+i)(P_t - M_t) \quad (5)$$

(1+i): يشير المقدار إلى جملة معدل الفائدة.

ومن المعادلة رقم (٥) نجد أن العائد من ندرة المورد سيؤدي إلى مزيد من ارتفاع أسعار البترول سواء في العقود المستقبلية، أو في العقود الآجلة عن

السوق الحاضرة؛ حيث يرغب المنتج في الحصول على سعر أعلى يتلاءم مع احتمال نضوب هذا المورد، ومن ثم يولد ذلك ضغوط على قرار المنتج.

وأخيرًا فإن التحليل السابق لتأثر نضوب البترول على الأسعار يفشل في تفسير سبب انخفاض أسعار البترول منذ نهاية عام ٢٠٠٨، حيث إنه يعد من أهم أسباب ارتفاع الأسعار وليس انخفاضها، ولعل ذلك يرجع إلى أن انخفاض عام ٢٠٠٨ كان بسبب تدهور الوضع الاقتصادي العالمي بسبب الأزمة المالية؛ لاسيما بعد انتقال تأثيرها إلى الاقتصاد الحقيقي.

١/٤/٤ أثر التقلبات في معدلات صرف الدولار على التغيرات في أسعار البترول:

ارتبط تسعير البترول تاريخيًا بالدولار، كأساس لتسعير البترول أمام عملات الدول الأخرى المستوردة للبترول، ولعل من أهم الأسباب وراء ذلك هي: أن الاقتصاد الأمريكي كان أكبر منتج للبترول في الفترة ما قبل الحرب العالمية الثانية؛ ثم تحول إلى أكبر مستورد للبترول، على الجانب الآخر فإن البترول كان يسعر وفق النظام الأحادي لنقطة الأساس، وذلك وفق نقطة تسعير خليج المكسيك. وفي فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، والتي اعتبر فيها الاقتصاد الأمريكي أقوى اقتصاد في العالم، وبعد فعاليات مؤتمر بريتون وودز ١٩٤٧ كان الدولار هو العملة الرئيسية للعالم، وذلك لتعهد الولايات المتحدة الأمريكية على تحويل الدولار مقابل ذهب عند معدل ثابت، مما يتيح الاستقرار في أسواق الصرف الأجنبي، هذا بجانب خروج كافة الاقتصاديات العالمية مدمرة من الحرب العالمية الثانية، فلم تكن هناك عملة لدولة لها القدرة على منافسة الدولار، وعلى الصعيد الآخر كون الولايات المتحدة الأمريكية هي المستورد الأكبر للبترول في العالم، أيضًا كان هناك استقرار على تسعير البترول وفق الدولار[1].

---

(1) يراجع في ذلك:

- سامي عفيفي حاتم (٢٠٠٨)، "__الاقتصاد النقدي الدولي__"، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، ص ٢٣٠-٢٣٣.
- حسين عبد الله (٢٠٠٣)" البترول العربي"، __مرجع سبق ذكره__، ص ٢٤٧.=

هذا مما ترتب عليه ارتباط ما بين معدلات التغير في أسعار الدولار؛ سواء بالارتفاع، أو بالانخفاض، والتغير في أسعار البترول بما يعرف **بالأسعار الحقيقية للبترول**، ويشير هذا المصطلح إلى سعر البترول مقومًا بدولارات ثابتة القيمة مع استبعاد أثر التضخم.

ومن ثم فإن التغيرات في معدلات الدولار سيكون لها تأثيرًا على أسعار البترول؛ حيث كلما انخفضت قيمة الدولار سترتفع الرغبة لدي الأطراف العاملة في السوق البترولية؛ سواء التجاريين أو غير التجاريين، أو الوسطاء لرفع أسعار البترول سواء في السوق الحاضر، أو في السوق الآجل، أو في العقود الورقية على البترول خلال أسواق المستقبليات (المضاربة على الصعود)، وذلك رغبة منهم في تعويض انخفاض قيمة عوائدهم المالية نتيجة هذا الانخفاض(١).

ويترتب على انخفاض قيمة الدولار؛ انخفاض قيمة الإيرادات المالية للدول المنتجة؛ مما يؤثر بمزيد من الضغط على السوق البترولية، إما للتخلي عن الدولار كأساس لتسعير البترول، أو رفع أسعار البترول في السوق الحاضرة لتعويض انخفاض العوائد المالية لها؛ لاسيما أنها تمثل المورد الوحيد للدخل في هذه الدول، كما أن انخفاض قيمة الدولار؛ سيترتب عليه استيراد

= * Hawkes. S (2007), **"Does The Dollar Weakness CAUSE High Oil Prices"**, Econbrowser, P P 1-6.

- Pirgo. R (2005), **" World Oil Demand And Its Effect On Oil Prices"**, CRS Report Of Congress, PP 9-10.

(1) See:

- Brown. S (2008), **" Crude Awakening: Behind the Surge in Oil Prices"**, Federal Reserves Bank of Dallas, Economic Letter Vol 3, No.5, P P 2-6.
- Twaronite. L (2007), **"Weak Dollar Adds To Upward Pressure on Crude"**, Marketwatch, San Frncisco, PP 1-2.
- -Cline. W. R (2007), "**Impact Of the Dollar and Higher Oil Prices on the Us Current Account Balance"**, Institute Of International Economic, PP 1-2.

الدول المنتجة للتضخم من الخارج فهي تحصل على العملة المنخفضة القيمة، وتعيد عرضها لتلبية احتياجاتها أمام عملات مرتفعة القيمة أمام الدولار.

ولعل من أهم السياسات التي قامت بها أوبك في هذا الشأن هي: سياسة تصحيح أسعار البترول، وذلك بهدف إزالة أثر التضخم، والناتج من التقلب في معدلات الصرف أمام عملات الدول المستهلكة.

فبالنسبة إلى أثر التضخم؛ استخدمت أوبك الأرقام القياسية لأسعار المستهلك للدول المدرجة في اتفاقية جنيف الأولي بالإضافة إلى الولايات المتحدة الأمريكية؛ على أساس أنها أكبر مستورد للبترول، وعلى الجانب الآخر الخاص بالتقلبات في معدلات الصرف استخدمت أوبك المتوسط المرجح للرقم القياسي لمعدلات صرف عملات الدول المدرجة في اتفاقية جنيف الأولى، مع الترجيح بأوزان واردات دول الأوبك من تلك الدول(١).

وبالاستقراء التاريخي الانخفاض السعر الحقيقي للبترول نجد أن خلال عقد السبعينات كان السعر الحقيقي للبترول حوالي ١٦,٣٩ دولارًا/ للبرميل مع العلم أن السعر الاسمي في السوق البترولي ٣٥ دولارًا/ للبرميل (مقوم بقيمة دولارات عام ١٩٧٣). وخلال عقد الثمانينات كان السعر الحقيقي لبرميل البترول حوالي ١٥,١٨ دولارًا/ للبرميل وكذلك الأمر خلال عقد التسعينات لم يتجاوز السعر الحقيقي للبرميل البترول ٥ دولارًا/ للبرميل.

وتتمثل أهم الأسباب الاقتصادية الانخفاض الدولار خلال فترة الدراسة:

تعددت الدراسات التي تناولت الأسباب الاقتصادية لتدهور الدولار في أسواق الصرف العالمية أمام العملات الأساسية، ولعل من أهم هذه الأسباب(٢):

---

(1) حسين عبد الله (٢٠٠٣)، " البترول العربي"، مرجع سبق ذكره، ص ٢٤٦-٢٤٧.

(2) يراجع في ذلك :

- البنك الأهلي المصري (٢٠٠٧)، النشرة الاقتصادية، المجلد الستون، العدد الرابع.
- النشرة السنوية للبنك المركزي المصري، أعداد متفرقة.
- Melham. S. and Terraza. M (2007), **"The Oil Single Price and Dollar"**, West Virginia University Working Paper, PP 1-5.
- Fan. E (2002), **"Implication of US Dollar Depreciation for Asian Developing Countries"**, Asian Developing Bank, PP 1-4.

- **عجز الميزان التجاري الأمريكي.**

حيث ارتفع عجز الميزان التجاري للولايات المتحدة الأمريكية خلال فترة الدراسة لتصل إلى ٦,٢% من الناتج المحلي الإجمالي لعام ٢٠٠٦، كما بلغ العجز التجاري الأمريكي ٣٨٥ مليار دولار خلال٢٠٠١ زادت إلى ٨١٢ مليار دولار عام ٢٠٠٦.

- **ارتفاع المديونية الأمريكية.**

فقد ارتفع دين الولايات المتحدة الأمريكية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي من ٥٣,٧% خلال عام ٢٠٠١ إلى ٦٠,٠٢% خلال ٢٠٠٦، وهذا ما يترتب عليه ارتفاع مخاطر الاستثمار الأجنبي في أذون الخزانة الأمريكية؛ مما يترتب عليه انخفاض الطلب على الدولار.

- **عجز الموازنة العامة للولايات المتحدة الأمريكية.**

ويرجع ذلك لسببين: يتمثل **الأول** في رفض الإدارة الأمريكية في زيادة الضرائب حفاظًا على وعودها خلال الانتخابات الرئاسية، ويتمثل الجانب **الثاني** في ارتفاع النفقات العسكرية للولايات المتحدة الأمريكية نتيجة للحروب التي خاضتها خلال بداية القرن الحالي.

- **الأزمة الاقتصادية العالمية.**

بدأت الأزمة الاقتصادية العالمية بأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، مما ترتب عليه ارتفاع خسائر البنوك الاستثمارية فيها وإفلاس بعضها، وتحول الأزمة من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي، ومن ثم ترتب على ذلك فقد الثقة في قدرة الاقتصاد الأمريكي على تجاوز الأزمة، مما ترتب على ذلك ارتفاع حالة عدم التأكد حول تحسن الاقتصاد الأمريكي، وبالتالي التأثير سلبيًا على مستقبل الدولار الأمريكي، إن كانت أسعار البترول بدأت في الانهيار بعد هذه الأزمة؛ بسبب الانخفاض في معدلات النمو العالمية نتيجة الأزمة الاقتصادية.

- خفض معدلات الفائدة على الدولار الأمريكي، سعيًا إلى إنعاش الاقتصاد الأمريكي؛ لاسيما بعد الأزمة المالية العالمية، الأمر الذي ترتب عليه انخفاض الطلب على الدولار.

- سعي العديد من البنوك المركزية إلى زيادة مساهمة اليورو في احتياطياتها النقدية، كذلك إعلان صندوق النقد الدولي على أهمية تخفيض معدلات صرف الدولار بهدف تحقيق الاستقرار في الاقتصاد العالمي.

تطور معدلات صرف الدولار أمام سلة من العملات خلال فترة الدراسة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨.

يوضح الجدول رقم (٩/١) بالملحق الإحصائي تطور معدلات صرف الدولار أمام العملات الرئيسية على مستوى العالم، ويشير انخفاض معدل صرف الدولار أمام اليورو من ١,١١٧ عام ٢٠٠١ إلى ١,٠٥٩ عام ٢٠٠٢بمعدل تغير-١,٩٦%، ثم انخفض إلى ٠,٨٨٤ عام ٢٠٠٣ وبداية الارتفاع في أسعار البترول بمعدل -١٦,٥٢% ثم إلى ٠,٨٠٤ عام ٢٠٠٤ بمعدل انخفاض -٠,٩٠%، وفي ٢٠٠٥ انخفض إلى ٠,٨٠٣ بمعدل -٠,١٢% (ولعل ذلك بسبب سياسة البنك الفيدرالي الأمريكي برفع معدلات الفائدة خلال تلك الفترة)، ثم انخفض عام ٢٠٠٦ إلى ٠,٧٩٦ بمعدل انخفاض -٠,٨٧%، ثم انخفض عام ٢٠٠٧ إلى ٠,٧٢٠ بمعدل تغير -٩,٥%، ثم انخفض في ٢٠٠٨ إلى ٠,٦٤٨ بمعدل -١٠%. وبوجه عام انخفض الدولار من ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٨ بمعدل -٤١,٩٨% أمام اليورو.

وعلى نفس المنوال انخفض قيم الدولار أمام الجنيه الإسترليني من ٠,٦٩٤عام ٢٠٠١ إلى ٠,٦١٢ عام ٢٠٠٣ بمعدل -١٣,٣٩%، ثم انخفض عام ٢٠٠٦ إلى ٠,٥٤٣بمعدل انخفاض -١١,٢% ثم انخفض في ٢٠٠٨ إلى ٠,٥٠٣ بمعدل انخفاض -٧,٣٦% لسعر ٢٠٠٣، و معدل انخفاض -٢٧,٥٢% لسعر ٢٠٠١، وأمام الين الياباني انخفضت معدلات صرف الدولار من ١٢١,٥٣عام ٢٠٠١ إلى ١١٥,٩٣ عام ٢٠٠٣، ارتفعت إلى ١١٦,٣٠ عام ٢٠٠٦نتيجة لزيادة عمليات الـــcarry trade، ثم انخفض معدل الصرف مرة أخرى عام ٢٠٠٨ إلى ١١١,٧١ين لكل دولار واحد.

ويوضح الشكلين (٥/١) و (٦/١) بملحق الرسومات البيانية العلاقة العكسية ما بين انخفاض معدلات صرف الدولار أمام العملات الأخرى، وأسعار

البترول؛ حيث يوضح الشكل رقم (٥/١) انخفاض القيمة الحقيقية للدولار يصاحبه ارتفاع في أسعار البترول، والعكس كذلك فإن انخفاض الأسعار الحقيقية للدولار ترتب عليها انخفاض في أسعار الدولار(مع الملاحظة أن غالبية الانخفاضات في أسعار البترول كانت في أوقات الأزمات البترولية، و كذلك الارتفاع كان في ظل الطفرات البترولية، والتي في غالبها كانت ترجع إلى عوامل سياسية)، كذلك يوضح الشكل رقم (٦/١) تطور معدلات صرف الدولار أمام العملات الرئيسية والتطور في أسعار البترول، والعلاقة العكسية فيما بينهم.

١/٤/٥ أثر الاستثمار في القطاع العيني للبترول في التأثير على أسعار البترول:

تفرق الدراسة بين مفهومين للاستثمار في مجال البترول، الاستثمار العيني، أو الحقيقي وهو: الاستثمار في مجال البحث، والاكتشاف، والاستخراج، والنوع الآخر هو: الاستثمار المالي وهو تدفق نقدي إلى الاستثمار في الاختلافات في أسعار البترول مثل الاستثمار في أسواق المستقبليات والتي وصل معدل الاستثمار فيها إلى ١,٢ مليار برميل خلال عام ٢٠٠٦[١].

ولعل من أهم العوامل الاقتصادية التي يكون لها تأثير على التغيرات في أسعار البترول؛ سواء بالارتفاع، أو بالانخفاض هي: الاستثمار في مجال البترول؛ وذلك من حيث تأثير الاستثمار البترولي على المعروض من البترول في فترة معينة؛ سواء من حيث الكميات المنتجة، أو الاحتياطيات التجارية، فارتفاع المعروض من البترول يتأثر في الأساس بحجم الاستثمارات الموجهة إلى هذا القطاع [٢].

---

(1) Koyam. K (2006), **" Prospect For The Oil International Oil Market And Crude Oil Price In 2007"**, Institute Of Energy Economic , 396th Forum Om Research Works, Japan, P 2.

(2) See:

- Oulisris. S. and Others (2004), **"What Hinders Investment In The Oil Sector"**, IMF Working Paper, PP 2-4.=

ومن العوامل التي أدت إلي انخفاض المعروض العالمي من البترول خلال الفترة محل الدراسة هي انخفاض حجم الاستثمارات الموجهة إلى قطاع البترول، وتتعدد أنواع الاستثمارات الموجهة إلى قطاع البترول، فهناك استثمارات موجهة في مجال البحث، والاكتشاف، والمسح الجغرافي، واستثمارات في مجال الاستخراج، واستثمارات في مجال التصفية، والتكرير، ومن ثم انخفاض أحد، أو كل هذه الاستثمارات سيؤثر سلبًا على المعروض من البترول، ومن ثم على الأسعار لاسيما في ظل اتجاه تزايد المضاربة على الأسعار خلال الفترة محل الدراسة.

تتمثل أهم المعوقات المواجهة للاستثمار في قطاع البترول:

تتعدد المعوقات ذات التأثير على الاستثمار العيني في قطاع البترول، من أهم تلك المعوقات، والتي تم تناولها في دراسة تطبيقية قام بها صندوق النقد الدولي في هذا الشأن (١):

- انخفاض السعر الحقيقي للبترول؛ أي سعر البترول بعد إزالة أثر التضخم، والتقلبات في معدلات الصرف، وذلك في آخر عقْدين، ومن ثم انخفاض القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمارات البترولية مما يزيد من حالة عدم التأكد حول الإيرادات المالية الممكن تحقيقها من الاستثمار في قطاع البترول.
- ارتفاع حالة عدم التأكد حول الطلب العالمي على البترول؛ لاسيما بعد انخفاض معدلات النمو الاقتصادي لدول العالم خاصة الكبرى منها بعد الأزمة الاقتصادية العالمية.
- التغيرات الحادة في جانبي الأسعار ما بين الارتفاع والانخفاض؛ حيث كونها تزيد من حالة عدم التأكد حول مستقبل التدفقات النقدية من وراء الاستثمار البترولي.

=- Allen. M (2005),**"Oil Market Development And Issue"**, Imf Working Paper, PP 13-16.

(1) Oulisris. S. and Others (2004), "What Hinders Investment in the Oil Sector", **Op-Cit**, PP 10-12.

- تأثر الاستثمار في قطاع البترول بمجموعة من التغيرات منها سياسات الطاقة المستقبلية للدول المستهلكة، وسياسات ترشيد الاستهلاك، واستخدام المصادر البديلة للبترول.
- مفاضلة الدول البترولية للإنفاق على البنية التحتية على توجيه رأس المال إلى الاستثمار البترولي، وفي بعض الحالات الأخرى تحدث مفاضلة ما بين الإنفاق البترولي، والإنفاق على الدين العام للدولة مثلاً.
- الانفتاح المحدود من جانب مجموعة من الدول البترولية أمام الشركات البترولية يمثل عائقًا للاستثمار فيها، وذلك مثل السعودية، والكويت، والتي تغلق المنفذ أمام الشركات البترولية للاستثمار فيها.
- تأثر الاستثمار في البترول أيضًا بمجموعة من العوامل السياسية؛ مثل: حرب العراق، والعقوبات الاقتصادية على إيران، وكذلك الأمر بالنسبة إلى ليبيا، وفنزويلا، ونيجيريا.

٦/٤/١ أثر المخزون في التأثير على أسعار البترول:

من العوامل الاقتصادية التي قد يكون لها تأثير على أسعار البترول: الاستثمار في المخزون، وتنتج رغبة الأفراد على الاستثمار في المخزون للأسباب الآتية:

- <u>عامل نضوب البترول:</u> فسعي المنتجين للحصول على أفضل سعر من مبيعات البترول، وذلك عن طريق الدخول في الأسواق الآجلة، أو أسواق المستقبليات؛ قد يؤدي إلى ارتفاع في أسعار البترول.
- <u>انخفاض قيمة الدولار:</u> مما يترتب عليه انخفاض السعر الحقيقي للبترول في الوقت الحاضر مما يزيد الرغبة لدى المنتجين إلى تخزين البترول لحين الحصول على سعر يلاءم احتياجاتهم.
- <u>دخول الأطراف التجارية في أسواق المستقبليات:</u> مما يترتب عليها تخزين البترول في الوقت الراهن لحين الوفاء بالتزاماتهم في نهاية فترة استحقاق العقد المستقبلي.

مما يترتب على ذلك انخفاض الكميات المعروضة في السوق الفورية للبترول، ومن ثم ارتفاع الأسعار داخل السوق الفورية، على الجانب الآخر فإن

الاستثمار في المخزون؛ سيترتب عليه مجموعة من التكاليف الإضافية؛ مثل: مصاريف التخزين في حالة التخزين في صهاريج البترول، مع العلم بأنه في حالة المنتجين لن يكون هناك تكاليف تخزين، وذلك لأن المنتج يخزن تحت سطح الأرض في نفس مكان بئر البترول المكتشف، الأمر الذي قد يترتب عليه ارتفاع الأسعار خلال الفترة القادمة لذلك.

١/٦/٤/١ تأثير الاستثمار في المخزون على أسعار البترول (تحليلاً نظريًا):

يؤدي الاستثمار في المخزون إلى رفع أسعار البترول خلال الفترة القادمة، ولعل ذلك يرجع إلى التكاليف التي يتحملها المستثمر سواء تكاليف تخزين البترول، أو تكلفة الفرصة البديلة لقرار الدخول في السوق الآجلة، أو سوق المستقبليات، وتفسر المعادلة التالية تأثير الاستثمار في المخزون على أسعار البترول في المستقبل [١].

$$P_{t+1} * Q_t = (1+i)\ (p_t + C_t) * Q_t \quad (6)$$

$$F_t * Q_t = (1+i)\ (p_t + C_t) * Q_t \quad (7)$$

حيث:

P_{t+1}: سعر البترول في المستقبل

Q_t: الكمية المشتراة خلال الفترة t بهدف إعادة بيعها خلال المستقبل.

(1+i): جملة معدل الفائدة عن المبلغ المستثمر في المخزون من البترول، تكلفة الفرصة البديلة لمتخذ قرار الاستثمار في المخزون.

p_t: سعر البرميل في السوق الفورية وقت الشراء.

F_t: – سعر البترول في العقد المستقبلي.

تشير المعادلة رقم (٦) إلى الدخول في السوق الآجلة، أو الانتظار لحين ارتفاع الأسعار في المستقبل، أما المعادلة رقم (٧) فتشير إلى التعامل في العقود الورقية على البترول في أسواق المستقبليات، والتي من أهمية التعامل فيها هو: ارتفاع حالة التأكد حول مستقبل العائد من وراء الاستثمار في المخزون.

---

(1) Hamilton. J.D (2008), "Understanding Crude Oil Prices", <u>Op-Cit.</u> PP 5-7.

والمقدار(1+i) يعبر عن تكلفة الفرصة البديلة للمبلغ المستثمر في الاستثمار في المخزون، أو تكلفة الائتمان في حالة اللجوء إليه.

ومن ثم يكون شرط الربح للمستثمر كالتالي:

$$P_{t+1} * Q_t > (1+i)\ (p_t + C_t) * Q_t \quad (8)$$

$$F_t * Q_t > (1+i)\ (p_t + C_t) * Q_t \quad (9)$$

ففي حالة عقود المستقبليات والتي تتميز بحالة التأكد بمعدل الربح المستقبلي– في حالة اتخاذ المتعامل لمركز قصير في السوق–.

فإذا كان المقدار $(F_t * Q_t)$ أكبر من المقدار ($(1+i)\ (p_t + C_t) * Q_t$). من الأفضل للمنتج أو المستثمر الدخول في عقد مستقبلي؛ وبالتالي سيرتفع سعر البترول خلال الفترة t+1. على الجانب الآخر فبمجرد الدخول في السوق الآجلة على عقد بترول؛ سيترتب عليه ارتفاع سعر البترول خلال الفترة t+1.

وحيث إن غالبية المتعاملين لا يعرفون السعر المستقبلي خلال الفترة t+1، فكلا منهم سيبني توقعات معينه حول أسعار البترول وفق المعادلة التالية:

$$E_t P_{t+1} > P_t + C^*_t \quad (10)$$

حيث يشير الرمز C^*_t إلى إجمالي التكاليف التي يتحملها المستثمر، أو المنتج في الاستثمار للمخزون.

$$C^*_t = i_t p_t + (1+i_t)\ C_t \quad (11)$$

وبالتالي سيحصل على البترول بسعر P_t خلال الفترة مضافًا إليها تكاليف التخزين، وجملة معدل الفائدة (تكلفة الفرصة البديلة)، فإن ذلك مؤشر لارتفاع السعر خلال الفترة t+1، على الجانب الآخر فإن سياسة شراء البترول من السوق الفورية خلال الفترة t، وتخزينها إلى الفترة t+1 قد يؤدي إلى رفع سعر البترول في السوق الفورية في الفترة t، والناتجة عن انخفاض المعروض خلال تلك الفترة في السوق الفورية.

على الجانب الآخر إذا كان توقع المتعاملين يشير إلى انخفاض الأسعار في المستقبل سواء في أسواق المستقبليات على العقود الورقية، أو العقود الآجلة؛ فسيترتب على ذلك عرض الأفراد للبترول في السوق الفورية مما يترتب عليه

انخفاض السعر في السوق الفورية للبترول، أو تبني مراكز قصيرة في أسواق المستقبليات وذلك كما يلي:

$$P_{t+1} * Q_t < (1+i)\ (p_t + C_t) * Q_t \quad (12)$$

$$F_t * Q_t < (1+i)\ (p_t + C_t) * Q_t \quad (13)$$

حيث تشير المعادلة رقم (١٢) إلى انخفاض السعر المتوقع خلال الفترة t+1، ومن ثم فإنه من الأفضل لدي المنتج، أو المستثمر بيع البترول في السوق الحاضرة؛ مما يترتب عليه انخفاض الأسعار الفورية للبترول، كذلك الأمر بالنسبة للتعامل داخل أسوق المستقبليات فإن انخفاض أسعار العقود الورقية يترتب عليه عدم الاستثمار في المخزون؛ حيث يفضل المتعامل الدخول في السوق الفورية لبيع البترول لعدم حصوله على العائد الذي يتلاءم مع التكلفة.

١/٥ نماذج ودراسات التنبؤ بأسعار البترول:

يهتم هذا المبحث بعرض أهم الدراسات والنماذج الاقتصادية لدراسات التنبؤ بأسعار البترول خلال فترة قادمة، و ذلك عن طريق فهم سلوك أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في أسعار البترول، هذا مع الإشارة إلى أن متغير أسعار البترول من أصعب المتغيرات الاقتصادية في التنبؤ، وذلك لخضوعه للعديد من العوامل المؤثرة على تغيراته بخلاف العوامل الاقتصادية.

١/٥/١ المدارس الاقتصادية لدراسات التنبؤ بأسعار البترول:

تقسم الدراسة المدارس الإقتصادية لدراسات التنبؤ بأسعار البترول إلى ثلاثة مدارس [1]وذلك على النحو التالي:

- **المدرسة الأولى: (تحليل أساسيات السوق)**

تهتم هذه المدرسة باستقراء التفاعل ما بين آليات السوق من العرض، والطلب خلال فترة زمنية معينة، فمن حيث الطلب تهتم بدراسات التنبؤ بالطلب على الطاقة، والتي يعد البترول أهم مصدر لها؛ ومن حيث العرض تعمل على

---

(1) يراجع في ذلك :

- حسين عبد الله (٢٠٠٣)، " البترول العربي"، <u>مرجع سبق ذكره</u>، ص ١٣٢-١٣٥.
- Williams. K (2008), " The International Oil Oil Market", <u>Op-Cit</u>, PP 10.

التنبؤ بالمخزون من البترول - الاحتياطي-، وباستخدام أدوات التحليل الاقتصادي الجزئي حيث ارتفاع الطلب خلال الفترة القادمة يعد مؤشرًا لارتفاع أسعار البترول، وانخفاض المخزون مؤشرًا أيضًا لارتفاع أسعار البترول خلال الفترة القادمة.

- **المدرسة الثانية: (تحليل أسواق المستقبليات)**

تعتني هذه المدرسة بالتنبؤ بالأسعار المستقبلية للبترول؛ من خلال استقراء اتجاهات أسعار البراميل الورقية في أسواق المستقبليات، فوفق هذه المدرسة فإن أسعار ه خلال الفترة القادمة تعتمد على نشاطي التغطية والمضاربة للتجاريين وغير التجاريين داخل أسواق المستقبليات.

- **المدرسة الثالثة: (تحليل الاقتصاد الكلي)**

تركز هذه المدرسة باستقراء سلوك متغيرات الاقتصاد الكلي وتأثيرها على أسعار البترول، مثل الناتج القومي الإجمالي ومعدلات الفائدة ومعدلات الصرف، وعن طريق أسلوب الإسقاط الإحصائي؛ يتم تحديد سعر البترول خلال الفترة القادمة [1].

١/٥/٢نماذج التنبؤ بأسعار البترول وفق مبادئ المدرسة الأولى: (تحليل بالعرض والطلب)

كما سبق الإشارة فإن هذه المدرسة تهتم بالتنبؤ عن طريق تحليل قوى العرض، والطلب للتنبؤ بأسعار البترول في المستقبل.

١/٥/٢/١ نموذج التنبؤ بالمخزون:

يعد المخزون من أهم المتغيرات الاقتصادية تأثيرًا على أسعار البترول، حيث يقيس المخزون التوازن، وعدم التوازن مابين الكميات المنتجة من البترول، والكميات المعروضة خلال فترة معينة، ومن ثم فإن سلوك المخزون

---

(1) Shouyang. W (2005), "**Crude oil Price Forecasting With TIE Methodology**", Journal of Systems Science And Complexity, Vol. 18 No. 2, P P145-146.

يعتبر مؤشرًا لضغط قوى السوق على التغيرات في الأسعار، وتوضح المعادلات التالية دور المخزون في السوق البترولية(1):

$$D_t = Q_t - \Delta I_t \quad (14)$$

وتشير المعادلة رقم (١٤) إلى أن إجمالي الطلب يساوي الفرق ما بين الإنتاج الفعلي خلال الفترة t والتغير في المخزون خلال نفس الفترة.

$$\Delta I_t = I_t - I_{t-1} \quad (15)$$

وتشير المعادلة رقم (١٥) إلى أن التغير في المخزون يساوي الفرق ما بين المخزون المؤكد خلال الفترة t والمخزون خلال الفترة السابقة t-1.

$$I_t = I_{t-1} - (D_t - Q_t) \quad (16)$$

وتشير المعادلة رقم (١٦) إلى أن المخزون خلال الفترة t يساوي الفرق ما بين المخزون خلال الفترة t-1 والفرق مابين الكمية المنتجة والطلب خلال الفترة t.

ومن خلال العرض السابق إذا حدث زيادة في الطلب عن الإنتاج الفعلي؛ سيترتب على ذلك السحب من المخزون، ومن ثم انخفاض المخزون عن الحد المرغوب، ويخلق ذلك ضغطًا إيجابيا على أسعار البترول بالارتفاع، ويرجع ذلك إلى عدم التوازن بين العرض، والطلب؛ وذلك الاختلال ناتج عن انخفاض مستوى المخزون المرغوب.

ولفهم التوازن بين العرض والطلب، ومن ثم السعر التوازني لابد من الأخذ في الحسبان التغير النسبي للمخزون، والذي يعبر عنه بالفرق ما بين المخزون الفعلي، ومستوى المخزون المرغوب فيه، ومن هنا يتحقق التوازن عندما يكون التغير النسبي في المخزون يساوي صفرًا، كما أن أهمية التغير النسبي في المخزون تتضح في تفسير الطلب الموسمي على البترول خلال شهور معينة في السنة، وذلك كما يتضح من المعادلات الآتية:

$$RIN_t = IN_t - IN^*_t \quad (17)$$

---

(1) Ye. M and Others (2001), **"Forecasting Oil Spot Price Using OECD etroleum Inventory Levels"**, International Atlantic Economic Conference, Athens, Greece, PP 324-333.

وتشير المعادلة رقم (١٧) إلى أن التغير النسبي للمخزون من البترول يساوي الفرق ما بينIN_t ، والتي تعبر عن المخزون الفعلي، ومستوى المخزون المرغوب فيه خلال الفترة، ويحدد مستوى المخزون المرغوب فيه عن طريق المعادلة التالية:

$$IN^*_t = a_0 + b_1\, t + \Sigma_{k=2}\, b_k D_k \quad (18)$$

حيث تعبر D_k عن المتغيرات التي تؤثر في مستوي المخزون المرغوب فيه خلال الفترة t، وتعبر a_0 عن مستوى المخزون المرغوب فيه التلقائي، و b_1 و b_k, k=2,.....12 تعبر عن نسب التغيرات الموسمية في الطلب على البترول، والاستهلاك من المخزون.

نموذج استخدام المخزون للتنبؤ بأسعار البترول:

وفق التفسير السابق الذكر لتأثير المخزون في عرض البترول، توضح الدراسة كيفية استخدام المخزون في التنبؤ بأسعار البترول عن طريق النموذج التالي[1]:

$$EP_t = a + \Sigma_{i=0}\, b_i\, RIN_{t-I} + \Sigma_{i=0} c_i\, LIN_{t-I} + d\, AIN_t + e\, P_{t-1} + \varepsilon_t \quad (19)$$

يعبر النموذج عن دور المخزون في التأثير على الأسعار المستقبلية للبترول حيث تعبر:

P_t: سعر البترول خلال الفترة t(المتوقع من خلال النموذج).

RIN_{t-i}: نسبة التغير في المخزون خلال الفترة ة t–i.

LIN_{t-i}: معدل الانخفاض في المخزون خلال الفترة t–i.

AIN_t : التغير السنوي في المخزون الشهري (والتي تعكس بدورها التغيرات الموسمية لانخفاض في المخزون خلال الفترة t).

P_{t-1}: متوسط سعر البترول خلال الفترة t–1.

---

(1) See:

- **<u>Ibid,</u>** PP 324-327.
- Zimberg. B (2008), **<u>" Crude Oil Forecasting With ANFIS"</u>**, Alcohol Y Portland ANCAP, P P1-3.

b: الخطأ العشوائي

وعن طريق النموذج السابق يتم التنبؤ باتجاه أسعار البترول خلال فترة مستقبلية، وذلك عن طريق استقراء العلاقة مابين التغير النسبي للمخزون خلال فترة معينة، والنسبة السنوية للانخفاض الشهري في المخزون؛ والتي تعبر عن التغيرات الموسمية في استهلاك البترول، ومعدل الانخفاض للمخزون خلال فترة معينة، والذي يعبر عن درجة استجابة أسعار البترول للتغير في المخزون خلال فترة معينة عندما ينخفض المخزون عن الحد المرغوب فيه IN_t^*.

ومن ثم تكون نسبة الانخفاض في المخزون تساوي صفرًا؛ عندما يتساوى معدل التغير النسبي في المخزون مع معدل انخفاض المخزون أي عندما يكون مستوى المخزون المرغوب فيه أكبر مستوى من مستوى المخزون الفعلي؛ كما يتضح من المعادلة التالية:

$$LIN_t = RIN_t \, , IN_t < IN_t^* \; (20)$$

٢/٢/٥/١ نموذج التنبؤ بالطلب على الطاقة:

يعتمد هذا النموذج على متغيرات الاقتصاد الكلي للتنبؤ بالطلب على الطاقة خلال فترة زمنية معينة، وباستقراء نسب التغير في هذه المتغيرات خلال فترة زمنية سابقة نستطيع تحديد معدل الزيادة في استهلاك الطاقة – والتي يعد البترول أهم مصادرها– خلال فترة معينة، ويقوم النموذج على تحديد الارتباط الإحصائي بين المتغيرات المستقلة، والاستهلاك الفردي أو الإجمالي للطاقة، وباستقراء طبيعة العلاقة ما بين التغيرات في المتغيرات المستقلة، والمتغير التابع يمكن تحديد درجة ومعدل الاستجابة والتغير في الطلب على الطاقة، أو البترول، والتغيرات في المتغيرات التابعة، وذلك عن طريق استقراء سلوك المتغير خلال سلسلة زمنية سابقة[1].

ويعتمد النموذج التالي على الناتج القومي الإجمالي ***GNP***، ومعدل الفائدة، ومعدل التصنيع والأسعار النسبية للطاقة كمتغيرات مستقلة لتقدير التنبؤ بالطلب على الطاقة خلال فترة معينة.

$$E_t = a_t + b_t \, GNP + c_t \, P + d_t \, DI \; (21)$$

---

(1) حسين عبد الله (٢٠٠٣)، " البترول العربي"، مرجع سبق ذكره، ص ١٣٩.

حيث تعبر المعادلة السابقة عن التنبؤ بالطلب على الطاقة خلال فترة معينة حيث متغيرات النموذج هي:

E_t: الطلب على الطاقة خلال الفترة t.

GNP: الناتج القومي الإجمالي.

P: الأسعار النسبية لمصادر الطاقة.

DI: درجة التصنيع (ويتم حسابها عن طريق قسمة القيمة المضافة لمخرجات القطاع الصناعي على الناتج المحلي الإجمالي).

ومن ثم في حالة تعبير النموذج السابق على احتمال ارتفاع الطلب على الطاقة خلال الفترة القادمة سيترتب على ذلك احتمال ارتفاع أسعار البترول خاصة في أسواق المستقبليات، لاسيما من المتعاملين في السوق المادي (التجاريين) لتأمين احتياجاتهم المستقبلية من البترول، مما يترتب عليه ارتفاع أسعار البترول خلال الفترة القادمة.

١/٥/٢/٣ نموذج التنبؤ بأسعار البترول وفق مفهوم المدرسة الثانية: (تأثير أسعار المستقبليات)

وفق فكر هذه المدرسة فإن أسعار البترول تحدد خلال الفترات القادمة عن طريق أسعار العقود المستقبلية على البراميل الورقية، وذلك وفق النموذج التالي(١):

$$S_t = \alpha + \beta F_{t-1} + \varepsilon_t \quad (22)$$

وتوضح المعادلة السابقة أن أسعار البترول في السوق الفورية خلال الفترة t ستتأثر بالتغيرات في أسعار عقود المستقبليات خلال الفترة t-1، حيث تعبر α عن ثابت المعادلة، β معدل التغير في أسعار عقود المستقبليات خلال الفترة t-1، على الصعيد الآخر تتأثر المعاملات في أسواق البترول وفق مجموعة من الاعتبارات، وذلك كما توضحه المعادلة التالية:

$$F_t = S_t \, e^{(r+u+d)\,(T-t)} \quad (23)$$

---

(1) El-Khoury. M and Switzer. L. N (2007), " Extreme Volatility, Speculative Efficiency And The Hedging Effective Of The Oil Future Markets", **Op-Cit**, P 62 .

ووفق هذه المعادلة فإن أسعار عقود المستقبليات تتحدد عن طريق أسعار البترول في السوق الفورية والتكاليف الإضافية لها كما تشير المعادلة، حيث تعبر r نسبة المخاطر المحتملة عن المركز المفتوح للعقد المستقبلي **(Open interest)**، u تكاليف تخزين البترول وذلك للمستثمرين في المخزون، d تعبر عن العائد المتوقع من العقد، والمقدار (T–t) يعبر عن وقت انتهاء العقد المستقبلي، في حين تعبر S عن أسعار البترول في السوق الفورية خلال الفترة T.

٣/٥/١ النموذج الثلاثي لدراسات التنبؤ بأسعار البترول في السوق الفورية:

يقوم هذا النموذج على دراسة سلوك الأطراف الأساسية في السوق العالمية للبترول؛ من حيث المنتج والمستهلك والمضاربين على أسعار البترول، وذلك كما يلي بيانه في العرض التالي [١].

١/٣/٥/١ سلوك المستهلك:

يتحدد سلوك المستهلك في السوق البترولية بمعادلة الطلب التالية:

$$C_t = \alpha_1 - \alpha_2 S_t + \alpha_3 Y_t + \alpha_4 DS_t + \beta_j \Sigma^{12} DUM_t \quad (24)$$

حيث تعبر المعادلة عن الطلب في السوق البترولية؛ حيث تعبر α_1 عن ثابت المعادلة، و S_t عن مستوى الأسعار في السوق الفورية، والإشارة السالبة تعكس العلاقة العكسية ما بين الطلب، والسعر، و Y_t تعبر عن مستوي الدخل خلال الفترة t، و المقدار DS_t عن الكمية المطلوبة عند السعر S_t.

٢/٣/٥/١ سلوك المنتج:

$$(Q_{t+1})^p = \frac{E_t(S_{t+1}) - pg}{Pg + r\, V_t\, S_{t+1}} \quad \text{.... (25)}$$

وتعبر المعادلة السابقة عن الكمية المعروضة من قبل المنتج خلال الفترة t+1، حيث يتأثر قرار المنتج بالسعر المتوقع $E_t(S_{t+1})$، وإجمالي التكاليف

(1) Williams. K (2008), " The International Oil Oil Market", **Op-Cit**, PP11-12.

pg حيث تعبر **g** عن تكاليف المنتج وتعبر p عن جملة معدل الفائدة أو تكلفة الفرصة البديلة لقرار الإنتاج، كذلك يتأثر قرار المنتج بالمخاطر الناشئة عن التقلبات في الأسواق خلال الفترة القادمة.

١/٥/٣/٣ المضاربة في أسواق المستقبليات:

$$Z_t = a_1 \frac{E_t(S_{t+1}) - f}{S_t - S_{t-1}} \quad \dots (26)$$

وتشير المعادلة السابقة إلى تأثر نشاط المضاربة خلال الفترة t بالسعر المتوقع خلال الفترة القادمة $E_t(S_{t+1})$، وبسعر العقد المستقبلي f، وسعر البترول في السوق الفورية S_t، والسعر الفعلي خلال الفترة السابقة t-1.

١/٥/٣/٣/١ تسوية السوق الفورية (دور المخزون في أسواق المستقبليات):

يتحدد نمط تسوية الأسواق الحاضرة في تداول البترول كما يتضح من المعادلة التالية، والتي توضح شرط التسوية للسوق الحاضرة:

$$Z_{t-1} = C_t + I_t \quad (27)$$

وتوضح المعادلة السابقة أن الكميات التي تم شراؤها خلال الفترة t-1 من خلال المتعاملين في أسواق المستقبليات يتم ضخها في السوق العالمية للبترول خلال الفترة t؛ أي أنها تمثل المعروض خلال تلك الفترة بالإضافة إلى الاحتياطي الفعلي لتلك الفترة، ومن ثم سيؤثر الاحتياطي الفعلي على قرار المضارب في التنبؤ بالسعر خلال الفترة السابقة، وعلى السعر في السوق الحاضرة [1].

١/٥/٣/٣/٢ تسوية السوق المستقبلية:

وتوضح المعادلة التالية للتسوية في خلال فترة التعاقد على العقد المستقبلي:

---

(1) **Ibid**, PP114.

$$Z_t = Q_{t+1} + I_t \quad (28)$$

وتوضح المعادلة السابقة شرط التسوية في سوق المستقبليات أن إجمالي العقد المستقبلي والطاقة المخزونة لابد من أن تتساوى ونشاط المضاربة خلال الفترة t.

١/٥/٤ التنبؤ بسعر البترول خلال السوق الحاضرة:

يعتني العرض اللاحق بتناول التنبؤ بسعر البترول خلال السوق الفورية خلال فترة مستقبلية، وذلك وفق النموذجين التالي بيانه ما:

١/٥/٤/١ النموذج الأول: علاقات المتعاملين.

$$S_t = \alpha_1 + \alpha_2 f_{t-1} + \alpha_3 \Delta I_t + \alpha_4 Y_t + \alpha_5 r_t + \alpha_6 DS_t + \alpha_8 SS_t + \beta_t \Sigma_{j=1} DUM_j \quad (29)$$

ويعتمد النموذج السابق على التنبؤ بأسعار البترول على كل المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر في الأطراف المتعاملة في السوق البترولية من المستهلك، والمنتج، والمضارب حيث تعبر f_{t-1} أسعار عقود المستقبليات خلال الفترة السابقة، والتي سيتم تسليمها في السوق الفورية خلال الفترة t، و ΔI_t معدل التغير في المخزون خلال الفترة t، وتعبر Y_t عن الدخل المتاح خلال الفترة t، وتعبر r_t عن نسبة الخطر من تقلبات الأسواق خلال الفترة t، و DS_t تعبر عن الكمية المطلوبة عن السعر S_t أي قيمة الطلب على البترول، وتعبر SS_t عن الكمية المعروضة عند السعر S_t [(١)].

١/٥/٤/٢ النموذج الثاني: متغيرات الاقتصاد العيني، والاقتصاد المالي، وتأثيرهم على أسعار البترول في السوق الفورية:

$$S_t = \alpha_1 + \alpha_2 f3_t + \alpha_3 \, OECD\ Stocks_t + \alpha_4 \, OPEC\ Prod_t + \alpha_5 WI_t + \alpha_6 r_t + \alpha_7 DS_t + \alpha_8 SS_t + \alpha_9 \, FEDRate_t + \alpha_{10} \, NEER + \beta_j \Sigma_{i=1} DUM_j \quad (29)$$

---

(1) See:

- Williams.K (2008), " The International Oil Oil Market", <u>Op-Cit</u>, PP14-16
- Ye. M. and Others (2001), "Forecasting Oil Spot Price Using OECD Petroleum Inventory Levels ",<u>Op-Cit</u>, PP 324-327.

ويشير النموذج السابق إلى أن أسعار البترول في السوق الفورية ستتأثر بالتغيرات في أسعار عقود المستقبليات لمدة ثلاثة شهور $f3_t$، والتغير في مخزون دول منظمة الـ OECD، والتغيرات في إنتاج الدول الأعضاء في أوبك، والتغيرات في *WI*، والتي تشير إلى الإنتاج الصناعي العالمي خلال الفترة t، وr_t تشير إلى درجة التقلبات في الأسواق، والتغيرات في $FEDrate_t$ والذي يشير إلى التغيرات في معدل الفائدة لبنك الاحتياطي الفيدرالي، والتغيرات في معدلات صرف الدولار $NEER_t$.

ولعل من أهمية النموذج السالف الذكر أنه يعتمد على مجموعة المتغيرات النقدية والعينية، حيث إن التغيرات في إنتاج دول الأوبك، وكذلك احتياطيات منظمة التعاون الاقتصادي؛ يعد ذلك من قبل المتغيرات العينية، والتي توضح بدورها اتجاهات الاقتصاد العيني، وعلى الصعيد الآخر فتوضح التغيرات في أسعار الفائدة ومعدلات الصرف، التغيرات النقدية.

** ** **

الفصل الثاني

الإطار النظري للاستثمار الأجنبي

مقدمه:

باتت تدفقات رؤوس الأموال تمثل المحرك الأساسي للاقتصاد العالمي، فلم تعد التجارة هي المحرك الفعال والوحيد لآلية العولمة، بل أصبحت العولمة الاقتصادية تنقسم بكونها عولمة مالية وتجارية، تلعب فيها تدفقات رؤوس الأموال المحرك للمتغيرات الاقتصادية المختلفة في العلاقات الاقتصادية العالمية.

وفي ضوء ذلك يعتني هذا الفصل بتناول الفكر النظري لتحركات رؤوس الأموال بوجه عام، مع إلقاء المزيد من الضوء على تحركات رؤوس الأموال بهدف الاستثمار الأجنبي المباشر؛ من حيث التركيز على تحليل النظريات الاقتصادية المفسرة للاستثمارات الأجنبية المباشرة، وكذلك أنواعها ومحدداتها سواء التقليدية، أو الغير تقليدية.

أيضًا يهدف الفصل إلى دراسة الاستثمارات الأجنبية في محفظة الأوراق المالية؛ سواء من حيث الجوانب النظرية المفسرة لها، وكذا أهم محدداتها وأنواعها، وكذلك الأهمية الاقتصادية لهذا النوع من الاستثمارات على الدولة المضيفة.

٢/١ مدخل إلى مفهوم الاستثمار الأجنبي:

يتناول الفصل الثاني في الجزء الأول منه المفهوم الاقتصادي للاستثمار الأجنبي، وللمزيد من فهم التحليل في هذا الشأن؛ يعتني هذا الجزء بتوضيح مفهوم الاستثمار في حد ذاته، وكذا الأنواع المختلفة له وفق الفكر الاقتصادي الذي يتناوله، ومن ثم إمكانية تحديد مفهوم الاستثمار الأجنبي.

٢/١/١ مفهوم الاستثمار:

يتباين المفهوم الاقتصادي للاستثمار وفق أسلوب التحليل المتبع والهدف من دراسته؛ وذلك في اتجاهين؛ حيث يتناول <u>الاتجاه الأول</u>: الاستثمار على

مستوى الاقتصاد الكلي (الماكرو)، أما **الاتجاه الثاني**: فيعتني بدراسة الاستثمار على مستوى الاقتصاد الجزئي (المايكرو)، أو وفق مبادئ اقتصاديات التمويل.

وتهدف الدراسة من عرض التباين ما بين مفهومي الاستثمار إلى اختلاف أسلوب التحليل مع كل نوع وفق الهدف من الدراسة، فتناول الاستثمار من قبل صانع القرار السياسي يتم وفق المفهوم الكلي كما سيتم توضحيه لاحقًا، أما تناول الاستثمار من وجهة نظر قطاع الأعمال أو الأفراد فيركز على التحليل وفق مفهوم اقتصاديات التمويل. ومن الجدير بالذكر أن كلا النوعين يكمل كل منهما للآخر، ففهم أهداف التمويل ومستجداته مثل تطور الشركات متعددة الجنسيات مثلاً يتطلب إعادة في تكييف السياسات الاقتصادية للعمل على خلق مناخ اقتصادي ملائم لها؛ سواء من حيث جذب الاستثمارات الأجنبية (هذه الشركات كما في المثال) وتشجيع القائم منها وتحقيق الاستقرار لكليهما.

٢/١/١/١ الاستثمار كمتغير كلي (وفق مفهوم الاقتصاد الكلي):

يعرف الاستثمار وفق المفهوم الكلي على أنه الجزء من الناتج الذي لم يستهلك، ولكن يوجه بهدف الطلب على السلع الرأسمالية، وذلك لهدفين؛ يتمثل **الأول**: في خلق سلع رأسمالية جديدة، والهدف الثاني: للإحلال محل السلع الرأسمالية القديمة، أو السلع الرأسمالية التي أُهلكت[1].

كذلك يعرف الاستثمار في الفكر الكينزي لتوضيح الطلب الفعال على أنه الأموال التي لا يتم استهلاكها في إشباع الحاجات، بل يتم استخدامها في خلق أموال أخرى سواء كانت أموال استهلاك أو أموال استثمار أو بمعنى أخر الطلب على الاستثمار الاستهلاكي، أو الاستثمار الرأسمالي [2].

ووفق العرض السابق فإن الطلب على أموال الاستثمار ينقسم إلى:

---

(1) سامي خليل (٢٠٠٣)، "نظرية الاقتصاد الكلي"، دار النهضة العربية، القاهرة، ص ٢١٢-٢١٣.

(2) رفعت المحجوب (١٩٦٣)، " الطلب الفعلي: مع دراسة خاصة للبلاد الآخذة في النمو"،جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، القاهرة، ص ١٢٩-١٣٠.

أولاً: الطلب على الاستثمار الاستهلاكي (الاستثمار في المخزون):

ويعرف هذا النوع على أنه جزء من الأصول الرأسمالية لمنشآت الأعمال، والتي تُدر دخلاً على المنشأة من الاستثمار في الأموال الاستهلاكية؛ أي أنها تقوم بخلق السلع الاستهلاكية، والتي تنتهي المنفعة منها بمجرد استهلاكها؛ مثال ذلك محلات المواد الغذائية، والمخابز، والمواد الأولية.

ثانيًا: الطلب على الاستثمار الرأسمالي (الاستثمار الثابت):

ويعرف هذا النوع على أنه الطلب على السلع الرأسمالية والتي تهدف إلى خلق السلع والخدمات النهائية؛ مثال على ذلك المصانع ومراكز شراء العقارات والمباني....... إلى أخره.

٢/١/١/٢ الاستثمار وفق مفهوم التمويل (اقتصاديات التمويل):

وهنا يتم التفرقة بين مفهوم الاستثمار وفق اقتصاديات التمويل والاستثمار المالي، حيث يعرف الأخير على أنه تحركات رؤوس الأموال تجاه الأصول المالية في الاقتصاد المالي[١]، مثال على ذلك الاستثمارات في أسواق المال، أو الإيداعات البنكية وما شابهها من الطلب على الأصول المالية أما **الأول** فهو مفهوم الاستثمار وفق اقتصاديات التمويل والذي يعرف باقتناء الأصل أو المورد الاقتصادي لفترة من الزمن بهدف الحصول على عائد يعمل على تعويض المستثمر عن تكلفة الأصل وتشغيله، ومعدلات التضخم الحالية والمتوقعة خلال فترة قادمة، تكلفة الفرصة البديلة، درجة المخاطر وتقلبات السوق [٢].

ومن العرض السابق تُعَرِف الدراسة الاستثمار على أنه:

---

(1) Pittinger. R (2005) " **Investment APPraisal: A Managerial APProach**", Psa Printing, USA, , P 5 .

(2) See:

- Melicher. R.W. and Norton. E. A (20008), "**Introduction To Finance**", John Wiley& Sons, Inc, PP 264-265.
- Reilly. F. K. and Norton. E. A (2007), "**Investments**", Thomson printed, United Kingdom, PP 3-4 .

اقتناء وتدوير الأصول الاقتصادية خلال فترة زمنية معينة؛ بهدف خلق عائد مادي يعوض المستثمر عن تكلفة الاحتفاظ بالأصل وتشغيله، وذلك لأجل خلق سلع وخدمات جديدة سواء استهلاكية أو رأسمالية، أو تمويل أصول اقتصادية أخرى؛ مثل: الاستثمار في محفظة الأوراق المالية.

٢/١/٢ الأصول الاقتصادية:

تصنف الأصول الاقتصادية إلى نوعين: أصول الاقتصاد الحقيقي، وأصول الاقتصاد المالي، وتعرض الدراسة الفرق بينهما كما يلي:

٢/١/٢/١الأصول الحقيقية (العينية): *The Real Assets*

وهو ذلك النوع من الأصول والتي تتولد المنافع من ورائها نتيجة أدائها وخصائصها الذاتية، ويتطلب اقتناء هذا الأصل إدارته والمشاركة في تشغيله، وليس مجرد التمويل، ومن أهم أنواع الأصول الحقيقية أو العينية: العقارات، والآلات، والمخزون، والتي يتطلب اقتنائها إدارتها بشكل مباشر.

٢/١/٢/٢ الأصول المالية: *The Financial Assets*

تعتبر الأصول المالية عقودً ورقية تمثل التزام وفق ما ورد بها من شروط في العقد، كما أنها تعد أصول تمويلية الهدف منها تسهيل عملية تمويل الأصول العينية عن طريق نقل الأموال من الأطراف ذات الفائض إلى الأطراف ذات العجز؛ ومن ثم فإن المنافع المتولدة من ورائها غير مرتبطة بأدائها الذاتي ولكن مرتبطة بأداء أطراف أخرى في الغالب هي التي تعمل في الاقتصاد العيني.

ومن ثم فإن الأصول المالية تعبر عن أداء الأصول الحقيقية، كما أن قيمة الأصل المالي ليس لها علاقة بالصورة المادية التي يصدر بها ولكنه يرتبط في الأساس بالأصل الحقيقي.

من خلال العرض السابق لمفاهيم الأصول من الممكن تقسيم الاستثمار إلى:

- **الاستثمار المباشر(الحقيقي):** هو الطلب على أصول الاقتصاد العيني، والتي تتولد منافعها من أدائها الذاتي، وتهدف إلى خلق السلع الاستهلاكية، أو السلع الرأسمالية الجديدة في المجتمع بشكل مباشر.

- **الاستثمار غير المباشر(المالي)**: هو الطلب على الأصول المالية، مثل الطلب في سوق رأس المال، وهي الأصول التي تتولد منافعها بشكل غير مباشر، وتعد انعكاسًا لأداء الاقتصاد الحقيقي.

٣/١/٢ مفهوم الاستثمار الأجنبي:

يعرف الاستثمار الأجنبي على أنه تحركات رؤوس الأموال من المقيمين في دولة أجنبية؛ بهدف الاستفادة من مزايا معينة، أو تحقيق أهداف معينة، وذلك عن طريق اقتناء الأصول الحقيقية بما يعرف بالاستثمار الأجنبي المباشر، أو اقتناء الأصول المالية بما يعرف بالاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية(١).

من هذا المنطلق ينقسم الاستثمار الأجنبي إلى(٢):

١/٣/١/٢ الاستثمار الأجنبي المباشر:

يفهم الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه تحركات رؤوس الأموال من المقيمين في دولة ما إلى أصول الاقتصاد العيني في الدولة المضيفة، والتي لابد أن يتوافر بها مجموعة من الشروط، لعل من أهمها نسبة المشاركة، والتدخل في تكوين استراتيجيات المنشأة وإداراتها.

---

(1)See:

- Lindert. P. H (1986), **" International Economic "**, IRWIN, Homewood, United State Of America , P 563
- Rivera. F. L. and Rivera. L (1985), **"International Finance And Open Economy Macroeconomic"**, Macmillan Publishing Company, New York, PP 226-228 .

(2) See:

- Pike. R. and Neale. B (2003), **" Corporate Finance and Investment: Decision and Strategies"**, Prentice Hall Financial Time, P 244.
- Carson. C. S (2003), **" Foreign Direct Investment Trend and Statistical"**, IMF Working Paper, P 6.

٢/٣/١/٢الاستثمار الأجنبي غير المباشر (الاستثمار في محفظة الأوراق المالية):

يعرف الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أنه تحركات رؤوس الأموال من المقيمين في بلد ما إلى أصول الاقتصاد المالي في دولة أخرى، بهدف تنويع محفظة الأوراق المالية، والتي لا يترتب عليها التدخل في النشاط الاقتصادي الحقيقي في الدولة المستقبلة.

٢/٢ الإطار النظري لتدفقات رؤوس الأموال:

يعتني الإطار النظري لفهم تدفقات رؤوس الأموال إلى الدول الأخرى؛ بهدف الاستثمار الأجنبي المباشر، أو الاستثمار الأجنبي غير المباشر على ركيزة أساسية؛ وهي سعي المستثمر الأجنبي للحصول على أفضل عائد سواء في الأجل الطويل، وبشكل دائم في حالة الاستثمار الأجنبي المباشر، أو في حالة الاستثمار قصير الأجل عند التعامل مع أدوات الاقتصاد المالي أو الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية.

وفي هذا الشأن اعتمدت العديد من الدراسات الاقتصادية على تفسير تدفقات رؤوس الأموال في الاقتصاد العالمي على فكرة الميزة النسبية التي تتمتع بها الدولة المضيفة، والتي تكون جاذبة للاستثمار الأجنبي المباشر بنوعيه؛ حيث إن رؤوس الأموال تتدفق على المستوى الدولي للاستفادة بالمزايا التي تتمتع بها الدول الأخرى، وإن كانت تلك المزايا نسبية بما يتلاءم، ونظرية التنويع التي سنتطرق لها لاحقًا، والتفسير الاقتصادي لذلك أنه بالرغم من تمتع بعض الدول بمزايا مطلقة في محددات الاستثمار؛ إلا أن هناك دول أخرى تتوافر لديها مزايا نسبية تحث وتجذب رؤوس الأموال تجاه استغلالها والاستفادة منها(١).

وفي هذا الشأن يعرض الفصل فيما يلي الفكر النظري لديفيد ريكاردو في تفسير التجارة الدولية، ووضع الأساس النظري للميزة النسبية، وقد ارتكز فكر ريكاردو على انتقاد فكرة الميزة المطلقة لآدم سميث؛ والتي تعني وفق ذلك

---

(1) Compas. N.F. and Kinoshita.Y (2008), "**Foreign Direct Investment and Structural Reforms: Evidence from Eastern Europe and Latin America**", IMF Working Paper. Wp/08/26, PP 6-7.

أن السبب لقيام التجارة الدولية فيما بين الدول، وبعضها على الميزة المطلقة التي تتمتع بها كل دولة في الإنتاج، ومن ثم تصدر الدولة السلع والخدمات، والتي تتمتع فيها بشكل مطلق وتقوم على استيراد السلع والخدمات من الدول الأخرى، والتي تتمتع فيها هي الأخرى بميزة مطلقة، إلا أن ديفيد ريكاردو وجد أن التفسير سابق الذكر لا يعد منطقيًا في تفسير التجارة الدولية، لاسيما في قيامها ما بين الدول المتقدمة والدول النامية، أو الدول الأقل تقدمًا، وذلك على أساس أن الدول المتقدمة قد تتمتع في كثير من الأحيان بميزة مطلقة في الإنتاج، وبالرغم من ذلك تحدث التجارة الدولية ما بين الدول[١].

ومن هذا المنطلق بدأت الميزة النسبة لديفيد ريكاردو في الظهور لتفسير سبب حدوث التجارة الدولية ما بين الدول؛ رغم تفاوت درجات النمو والتقدم الاقتصادي، وعلى هذا الأساس من الممكن تفسير تدفقات رؤوس الأموال ما بين الدول، وذلك رغبة منها في الاستفادة من المزايا النسبية التي تتمتع بها الدول الأخرى؛ لاسيما في نشاط التجارة الدولية فيما بينها، وتفسير ذلك أن الميزة النسبية تؤهل الدول الأخرى؛ ولاسيما الدول النامية على المشاركة في التجارة الدولية، فيسعى المقيمون في الدول الأخرى لتحريك رؤوس أموالهم تجاه المزايا التي تتمتع بها الدول الأخرى في هذا الشأن.

فعلى الرغم من تمتع غالبية الدول المتقدمة بكافة المزايا المناسبة للاستثمار فيها بكلا النوعين المباشر وغير المباشر، إلا أنه من الممكن استخدام

---

(1) See:

- Chacholiades. M (1990), **"International Economic"**, Mcgraw-HILL International Edition, PP16-18.
- Salvatore. D (2001), **" International Economic"**, John Wiley& Sons, PP 32-37
- Moffett. M. H., Stonehill. A. I. and Eiteman. D. K (2006), **"Fundamentals of Multinational Finance"**, Person Addison Wesley, London, PP 413-420.

الميزة النسبية لتفسير تحركات رؤوس الأموال في مجالي الاستثمار على النحو التالي:

وفيما يخص **الاستثمار الأجنبي المباشر**، حيث بالرغم من تمتع الدول المتقدمة بالعديد من المزايا، والتي تعد في معظم الأحيان مزايا مطلقة في جذب وتحقيق الاستقرار للاستثمار في أصول الاقتصاد العيني سواء من حيث مناخ الاستثمار، أو من حيث عوائد الاستثمار، إلى أن رؤوس الأموال الأجنبية تفضل الانتقال إلى الدول الأخرى للاستفادة من المزايا النسبية لهذه الدول، فبالرغم من صغر حجم أسواق الدول النامية مقارنة بالدول المتقدمة، والتي تعد المصدر الرئيسي للاستثمار الأجنبي المباشر وفق تقرير الأنكتاد، إلا أن العديد من رؤوس الأموال تتحرك للاستفادة من هذه الميزة، وإن كانت صغيرة بالنسبة إلى مثيلتها في الدول المتقدمة، فحجم السوق، والتنوع، وتوافر الموارد الاقتصادية مثلاً من العوامل التي قد تؤدي إلى تحركات في رؤوس الأموال إلى الدولة المضيفة على الرغم من تمتع الدول المانحة بمزايا قد تفوق ما تتمتع به الدولة المضيفة.

وبالنسبة إلى **الاستثمار الأجنبي غير المباشر**، وعلى نفس النهج السابق الذكر، والمشار إليه عالية؛ فبالرغم من تمتع أسواق المال في الدول المتقدمة بالعديد من المزايا، ولعل أهمها الشفافية في إعلان المعلومات، والتي تعد أهم المحاور الأساسية لكفاءة أسواق الأموال- والمعروفة بفرضية كفاءة أسواق المال، ومن ثم تحقيق التسعير الأمثل للأصل المالي محل التعامل، إلا أن هناك مجموعة من تحركات رؤوس الأموال تتحرك تجاه أسواق المال في الدول النامية والأقل نموًا؛ لاسيما الأسواق الصاعدة (***Emerging Market***)، وذلك لتوافر مجموعة من المزايا؛ مثل: قدرة السوق على مواجهة الأزمات أو انخفاض معدل الضرائب على الأرباح، وبالطبع ارتفاع العائد من اقتناء الأصل، مما يحث المقيمون في الدول الأخرى على تحريك رؤوس أموالهم الاستفادة من هذه الميزة، وإن كانت صغيرة نسبيًا بالنسبة للدولة المانحة.

٢/٣ الاستثمار الأجنبي المباشر:

تعرض الدراسة في هذا الجزء منها الاستثمار الأجنبي المباشر من حيث التعريف، والملامح الاقتصادية المميزة له، بالإضافة إلى النظريات الاقتصادية المفسرة له باختلاف اتجاهاتها وذلك على النحو التالي.

٢/٣/١ مفهوم و أهم ملامح الاستثمار الأجنبي المباشر:

تتناول الدراسة في هذا الجزء المفهوم الاقتصادي لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية بهدف الاستثمار الأجنبي المباشر، وكذلك أهم الملامح الاقتصادية المميزة للاستثمار الأجنبي المباشر وذلك على النحو التالي.

٢/٣/١/١ مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر:

تتعدد مفاهيم تدفقات رؤوس الأموال بما يعرف بالاستثمار الأجنبي المباشر:

فيأتي **تعريف منظمة التعاون الاقتصادي *OECD*** للاستثمار الأجنبي المباشر على أنه قيام المقيمين في دولة ما بالاستثمار في دولة أخرى بهدف الحصول على عائد دائم من ذلك الاستثمار، على أن يتضمن علاقة طويلة الأجل، ويتسم هذا النشاط بالتأثير في نشاط القرارات الاستراتيجية للشركة أو الفرع محل النشاط(١).

وعرف **الأنكتاد** الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه العلاقة طويلة الأجل بين المستثمر في دولة ما ومشروع استثمار في دولة أخرى، والتي تهدف إلى تحقيق تدفق دائم للأرباح، وعلى ألا تقل نسبة المساهمة عن ١٠% من إجمالي قيمة المشروع؛ وليس أكثر من ٥٠% من إجمالي قيمة المشروع، وفي حالة تكوين فروع تابعة أن لا تقل النسبة عن ٥٠% من إجمالي قيمة المشروع(٢).

---

(1) See:

- OECD (2004), **"Glossary of Foreign Direct Investment Terms and Definition"**, France, P7. Available at: www.oecd.rog .=

= -Duce. M (2003), **" Definitions Of Foreign Direct Investment (FDI): A Methodological Note"**, Banco De Espania, PP 2-3

(2)See:=

ولعل تحديد هذه النسبة؛ حيث إنها هي التي تسمح بالتدخل في القرارات الإدارية الاستراتيجية لنشاط الاستثمار الأجنبي المباشر في الدولة المضيفة.

كذلك عرف (***Richard&Bill, 2003***) الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه، كافة الأنشطة المقامة من قبل الشركات المتعددة الجنسيات؛ وذلك عن طريق إقامة مشروعات جديدة، أو الدخول في شراكة مع المشروعات القائمة، أو تكوين فروع لها في الدولة المضيفة. ويرجع ذلك حسب الهدف من النشاط سواء المشاركة في السوق، أو الحصول على الموارد الخام(١).

وأيضًا عرف (***Madura 2007***) الاستثمار الأجنبي المباشر بكونه، قيام الشركات المتعددة الجنسيات بالاستثمار في الأصول الحقيقية – أصول الاقتصاد العيني؛ مثل: الآلات، والمصانع، والأراضي، والمباني في الدول الأجنبية، وذلك إما عن طريق الدخول في شراكة مع المقيمين في هذه الدول في مشروعات قائمة، أو إنشاء مشروعات جديدة، أو إقامة فروع تابعة لها(٢).

٢/٣/ ٢/١ المصطلحات المرتبطات بالاستثمار الأجنبي المباشر:

هناك مجموعة من المصطلحات الاقتصادية المرتبطة بالاستثمار الأجنبي المباشر (٣) لعل من أهمها:

= - UNCTAD (2006), **" FDI from Developing and Transition Economics: Implication For Development"**, World Investment Report, New York And Geneva, PP 293-194. Available at: www.unctad.com

- Carson. C. S (2003), " Foreign Direct Investment Trend and Statistical", Op-**Cit**, P 6.

(1) - Pike. R. and Neale. B (2003), " Corporate Finance And Investment: Decision And Strategies", **Op-Cit,** P 244.

(2) Madura. J (2007), **" International Corporate Finance"**, Thomson South- Western, United Kingdom, PP468/469

(3) See:

- OECD (1999), **" OECD Benchmark Definition Of Foreign Direct Investment"**, Third Edition, Paris, PP 7-8. =

أولاً: الشركات المتعددة الجنسيات (*Multinational Corporation*)

تعرف الشركات المتعددة الجنسيات على أنها: مجموعة الشركات التي لها نشاطًا في أكثر من دولة، من حيث الإنتاج والتوزيع والترويج والتمويل، وذلك عن طريق اقتناء أصول الاقتصاد الحقيقي في عدة دول من خلال إحدى أشكالها المختلفة.

ثانيًا: المستثمر الأجنبي المباشر (*Foreign Direct Investor*)

يعرف المستثمر الأجنبي على أنه: كافة الأفراد الطبيعيين، أو الاعتباريين مثل الكيانات الفردية، والشركات المدمجة، والكيانات الخاصة، والتي تعمل على تحريك تدفقات رؤوس الأموال إلى الأصول الحقيقية، وكذلك إدارتها في الدول المضيفة لها.

ثالثًا: مشروع الاستثمار الأجنبي المباشر

(*Direct Investment Enterprise*)

مشروع الاستثمار الأجنبي هو محل الأصل العيني في الدولة المضيفة، ولكن في هذا الشأن ليس كل امتلاك أو المشاركة في أصل عيني يعد من قبيل الاستثمار الأجنبي المباشر؛ حيث إن هناك مجموعة من المحددات تم وضعها من قبل صندوق النقد الدولي، ومنظمة التعاون الاقتصادي، والتي تحدد نسبية الملكية للمستثمر الأجنبي في مشروع الاستثمار الأجنبي سواء في حالة الشركات المدمجة، أو في حالة الفروع، والتي لا تقل عن ١٠% من إجمالي الأسهم، أو قيمة المشروع، والتي تتيح الفرصة للمستثمر الأجنبي من التدخل في القرارات الإدارية والهامة للمشروع.

= -Pike. R. and Neale. B (2003), "Corporate Finance And Investments: Decision And Strategies", Prentice Hall Financial Time, **Op-Cit**, PP 244 .

- OECD (2004), "Glossary Of Foreign Direct Investment Terms And Definition", **Op-Cit**, PP 7-8 .

على الجانب الآخر حدد مؤشر منظمة التعاون الاقتصادي مجموعة من المحددات الهامة للاستثمار الأجنبي المباشر من حيث نشاط المستثمر الأجنبي في المشروع الاستثماري ومن أهمها [1]:

تمثيل المستثمر الأجنبي المباشر في مجلس الإدارة وفق نسبة تسمح له من التدخل في القرارات الإدارية الاستراتيجية للمشروع.

- المشاركة الفعالة في عملية إعداد الاستراتيجيات، والسياسات، والتوجهات المستقبلية للمشروع؛ سواء من حيث التمويل، أو الإنتاج، أو التوزيع إلى أخره.
- المشاركة في اختيار مديري المشروع، و قطاعاته، والكوادر الفنية، والتي يكون لها الشأن في اتخاذ القرارات الهامة للمشروع.
- العمل الدائم والمتواصل على توفير المعلومات الفنية، والتقنية، وكافة الأساليب التكنولوجية الحديثة في كافة أنشطة المشروع.
- العمل على توفير التمويل اللازم لكافة أنشطة المشروع، وبشكل خاص التمويل طويل الأجل. كذلك السعي، واستغلال الخبرة في الحصول على ذلك التمويل بأقل تكلفه ممكنة.

ومن العرض لسابق تستنبط الدراسة أهم الملامح المميزة للاستثمار الأجنبي المباشر وهي :

- يعتني الاستثمار الأجنبي المباشر بالأصول الحقيقية، والتي تدر عائدها، ومنافعها من الأداء الذاتي لها.
- يرتبط الاستثمار الأجنبي المباشر بتدفقات دائمة للعوائد المنبثقة عنه؛ وذلك بالنسبة للمستثمر الأجنبي.

---

(1) See:

- **Ibid**, P7.
- OECD (1999), " OECD Benchmark Definition Of Foreign Direct Investment", **Op-Cit**, PP 7-8 .

- يترتب على نشاط الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المضيفة علاقـة طويلة الأجل في اقتناء وإدارة الأصول العينية محل مشروع الاسـتثمار الأجنبي.
- ليس كل امتلاك لأصل حقيقي في اقتصاد الدولة المضيفة يعد من قبيل الاستثمار الأجنبي المباشر، ولكن لابد ألا تقل نسبة الملكية عن ١٠% في حالة الشركات المدمجة و٥٠% في حالة إقامة فروع للشركات متعددة الجنسيات.
- لابد أن يترتب على الاستثمار الأجنبي المباشر إدارة مباشرة للمشـروع في الدول المضيفة؛ سواء من حيث إعداد السياسـات، والاسـتراتيجيات العامة، أو توفير التمويل اللازم، أو تعيين قيادات المشروع.

٢/٣/١/٣ تصنيفات الاستثمار الأجنبي المباشـر. (*The Classification of FDI*)

يهدف هذا الجزء من الفصل بعرض أهم تصنيفات الاستثمار الأجنبي المباشر، وتهدف الدراسة من ذلك العرض إلى توضيح أن تأثير المتغير المستقل على الاستثمار الأجنبي يتوقف على ذلك التصنيف؛ فعلي سبيل المثال وباعتبار أن التغيرات في أسعار البترول متغير مستقل قد يؤثر على الاستثمار الأجنبي المباشر في دولة ما، فالسؤال هنا؛ أي نوع من أنواع الاستثمار الأجنبي يتأثر بالتغيرات في المتغير المستقل؟[1].

٢/٣/١/٣/١ الاستثمار الأجنبي المباشر من حيث الاتجـاه. (The *Direction of Foreign Direct Investment*)

ينقسم الاستثمار الأجنبي المباشر من حيث الاتجاه إلى الاستثمار الأجنبي الداخلي والاستثمار الأجنبي الخارجي، ولعل أهمية هذه التفرقة في تحديد إلى أي مدى تؤثر المحددات الداخلية والخارجية على اتجاهات الاستثمار الأجنبي المباشر[2]، والتي سيتم إيضاحه لاحقاً؛ حيث ينقسم الاستثمار الأجنبي المباشر إلى:

---

(1) Www.Econ-Pol.Unisi.It/Tonveronchai/2008-209.FDI.PDF.

(2) See:=

• الاستثمار الأجنبي المباشر الداخلي: (*Inward Foreign Direct Investment*)

يعرف على أنه تدفق رأس المال الأجنبي إلى الدولة المضيفة؛ أي أنه تحرك رأس المال من غير المقيمين في دولة أجنبية إلى الأصول العينية في تلك الدولة، ومن ثم فإنه تدفق إلى الداخل.

• الاستثمار الأجنبي المباشر الخارجي: (*Outward Foreign Direct Investment*)

يميز بأنه تدفق رأس المال خارج الدولة؛ أي أنه تحرك رأس المال من المقيمين إلى الأصول الحقيقية في دول أجنبية أخرى، ومن ثم فإنه تدفق إلى الخارج.

٢/٣/١/٣/٢ تصنيف الاستثمار الأجنبي المباشر من حيث نوعية النشاط. (*The Kinds of FDI*)

يقسم الاستثمار الأجنبي المباشر من حيث نوعية النشاط إلى الاستثمار الأفقي والاستثمار الرأسي؛ وفي الغالب فإن هذا النوع يصنف من قبل نشاط الشركات المتعددة الجنسيات(١).

= -Apergis. N., Katrakilidies. C. and Tambakis. N (2007), **"Foreign Direct Investment Inward And Foreign Direct Investment Outward From Panel Data"**, University Of Piraeus, Piraeus, Greece. Available At Www.Ssrn.Com

- Simone. G. and Manchin. M (2009), **" Outward Migration And Inward FDI: Factor Mobility Between Eastern And Western Europe"**, Available at: Www.Stat.Unipg.It/Aissec2009/Documents/.../147_Desimone_Manchin.Pdf .

(1) Stancik. J (2007), **" Horizontal And Vertical FDI Spillovers: Recent Evidence From The Czech Republic"**, Center Of Economic Research And Graduate Education, Economic Institute Of Czech Republic, PP 1-5 .

- الاستثمار الأجنبي المباشر الأفقي. ***Horizontal FDI***

يعرف الاستثمار الأجنبي الأفقي على أنه الاستثمار في نفس الصناعة، والإنتاج كما في الدولة المانحة دون تغيير في الفن الإنتاجي، أو طرائق الإنتاج، ويعرف أيضًا هذا النوع من الاستثمارات بأنه الاستثمار الباحث عن الأسواق.

- الاستثمار الأجنبي المباشر الرأسي. ***Vertical FDI***

يقوم هذا النوع من أنواع الاستثمار الأجنبي على إقامة الروابط الخلفية والأمامية على مستوى دولي عن طريق إنشاء شركات، أو فروع في الخارج، ومن ثم يمكن تصنيف هذا النوع إلي:

- **الاستثمار الأجنبي المباشر الرأسي الخلفي.(*Backward FDI*)**

  وفيه عندما يقوم المشروع الخارجي بإمداد الشركة الأم بالمصادر الأولية للإنتاج، أو مدخلات العملية الإنتاجية.

- **الاستثمار الأجنبي المباشر الرأسي الأمامي.(*Forward FDI*)**

  ويحدث عندما يقوم المشروع الأجنبي بالعمليات التسويقية لمخرجات العملية الإنتاجية للشركة الأم.

على الجانب الآخر يعد هذا من أنواع الاستثمارات الأجنبية المباشرة الباحثة عن الكفاءة.

٢/٣/١/٣/٣ تصنيف الاستثمار الأجنبي المباشر مــن حيــث الهــدف: (*The Target of Foreign Direct Investment*)

ينقسم الاستثمار الأجنبي المباشر؛ من حيث الهدف من المشروع إلى الاستثمار التأسيسي، والاستثمارات المدمجة، وذلك على النحو التالي(١):

---

(1) See:

- Moffett. M., Stonehill. A. and Eiteman. D (2006)," Fundamentals Of Multinational Finance", Op-Cit, PP 429-430.
- Nocke. V. and Teaple. S (2007), **" Cross- Border Mergers And Acquisition Vs. Greenfield Foreign Direct Investment: The Role Of Firm Get erogeneity"**, Journal Of International Economics, PP 336-345 .

▪ الاستثمار التأسيسي. *(The Greenfield Investment)*

يعرف هذا النوع من أنواع الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه إنشاء مشروعات جديدة، أو التوسع في مشروعات قائمة في الدولة المضيفة، ومن الجدير بالذكر أن هذا النوع يعد أهم أنواع تدفقات رؤوس الأموال بهدف الاستثمار الأجنبي بشكل عام والاستثمار الأجنبي المباشر بشكل خاص من الناحية الاقتصادية.

ويرجع ذلك إلى أن هذا النوع من أنواع الاستثمار الأجنبي هو الأكثر قدرة على تحقيق مزايا انتقال رؤوس الأموال؛ خاصّة بالنسبة للدول النامية، وذلك من حيث رفع نسبة التوظيف، ونقل التكنولوجيا الحديثة والمتطورة إلى الاقتصاد الداخلي، بالإضافة إلى زيادة درجة الترابط مابين الاقتصاد المحلي والاقتصاد العالمي، والتكيف مع مستجداته، كما أن من مميزات هذا النوع في أن منافع هذا الاستثمار طويلة الأجل.

على الجانب الآخر نجد أن هذا النوع من أنواع الاستثمار يخلق مجموعة من السلبيات لاقتصاديات الدول المضيفة، من أهمها زيادة المنافسة ما بين مشروع الاستثمار الأجنبي والشركات المحلية لعدم قدرتها على مواكبة الفروق التكنولوجية، والإدارية.

مما يترتب عليه إما خسارة هذه الشركات أو خروجها من المنافسة، الجانب الآخر يتمثل في تحويل المشروع الأجنبي لأرباحه إلى الخارج؛ الأمر الذي يترتب عليه ضياع فرصة إعادة استثمار العوائد في الاقتصاد المحلي بجانب إمكانية زيادة عجز الميزان الرأسمالي من وراء تلك التحويلات؛ لاسيما أن الاستثمار الأجنبي المباشر يتمثل بأنه طويل الأجل.

▪ الاستثمارات المدمجة. *(Merger And Acquisition Investment)*

على النقيض من النوع سابق الذكر؛ فإن هذا النوع من الاستثمارات الأجنبية المباشرة يعمل على اقتناء الأصول الاقتصادية الحقيقية القائمة بالفعل، أو الدخول في شراكة معها دون تأسيس جديد كما سبق ذكره.

من أشهر أشكال هذا النوع هو حدوث الاندماجات الاقتصادية ما بين الشركات المحلية العالمية لتكوين كيان اقتصادي يتكامل في العملية الإنتاجية

للسلع أو الخدمة محل الإنتاج بداية من العمليات التشغيلية الأولى إلى الترويج النهائي للسلعة، أو الخدمة.

ويعد هذا النوع على النقيض من النوع سابق الذكر؛ من حيث إن المنافع المتولدة ليست طويلة الأجل.

٢/٣/١/٣/٤ تصنيف الاستثمار الأجنبي المباشر من حيث الاستثمار القائم والمتدفق: *(The stock investments and the inflow investments)*

يفرق هذا الجزء من الدراسة بين نوعين من أنواع الاستثمار الأجنبي المباشر؛ **الأول** هو: الاستثمار الأجنبي المباشر القائم بالفعل، وهو كافة الأصول والمشاريع العينية، والتي قد تم امتلاكها من قبل بواسطة مستثمرين أجانب، وتوافرت فيها كافة شروط الاستثمار الأجنبي المباشر، ولعل من أهمها العلاقة طويلة الأجل في الدولة المضيفة. ويتمثل النوع **الثاني** من أنواع الاستثمار الأجنبي المباشر في: المتدفق، أو المرتقب، أو المنشود خلال الفترة الحالية، أو الفترة القادمة.

وتبرز الدراسة الفرق ما بين هذين النوعين لبيان إلى أي مدى تؤثر التغيرات في المتغيرات الاقتصادية المستقلة على الاستثمار الأجنبي المباشر، وهل هذا التغير يحدث للاستثمار القائم أم يخلق مناخًا غير ملائم للاستثمار المرتقب؟.

٢/٣/١/٣/٥ تصنيف الاستثمار الأجنبي المباشر من حيث أشكال النشاط:

تتعدد أوجه أنشطة مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر؛ من حيث الفروع والشركات المدمجة، والشركات التابعة؛ ويلي ذكرها بشيء من الإيجاز مع إبراز أهم المحددات الاقتصادية لها[1]:

---

(1) See:

- OECD (2004), "Glossary of Foreign Direct Investment Terms And Definition", Op-Cit, P7.
- OECD (1999), " OECD Benchmark Definition Of Foreign Direct Investment ", Op-Cit, PP 7-12 . =

☒ الشركات التابعة(*The Affiliates*)

هي مشروعات الاستثمار الأجنبي، والتي تكون تابعة في كافة أنشطتها؛ سواء الإدارية أو الإنتاجية إلى شركات أجنبية، وأهم المحددات الاقتصادية المميزة للشركات التابعة والتي عندها نصف أن مشروع الاستثمار الأجنبي في الدولة المضيفة؛ شركة تابعة لأحد الشركات الأجنبية هي كالتالي:

- يتوافر للشركة الأم الحق في تعيين، أو فصل أحد، أو كل من أعضاء مجلس الإدارة أو الإدارة العليا للمشروع الأجنبي.
- تمتلك الشركة الأجنبية ما لا يقل عن ٥١% من إجمالي أسهم، أو قيمة المشروع الأجنبي، أي ٥١% من القوة التصويتية على قرارات مجلس الإدارة، والتي تعطيها الحق في التحكم الكامل في كافة أنشطة المشروع.
- يكون المشروع الأجنبي في الدولة المضيفة تابعًا، وفق المحددات سابقة الذكر لأحد الشركات التابعة للشركة الأجنبية.

☒ الشركات المرتبطة(*Associated Companies*)

هي مشروعات الاستثمار الأجنبي، والتي ترتبط بأحد الشركات الأجنبية، ومن ثم نصف بأن المشروع الأجنبي هو أحد الشركات المرتبطة بشركة أجنبية عند توافر المحددات الآتية:

- تمتلك الشركة الأجنبية ما لا يقل عن ١٠ % من إجمالي أسهم، أو قيمة مشروع الاستثمار الأجنبي، وأقل من ٥٠% من أسهم الشركة، وتلك النسبة التي تعبر عن القوة التصويتية للشريك الأجنبي للقرارات الخاصة بأنشطة الشركة المرتبطة، أو المدمجة.
- يتحقق للشركة الأجنبية هدفًا أو فائدةً من الأنشطة الاستثمارية لمشروع الاستثمار الأجنبي في الدولة المضيفة.

= - Montanjees. M (2004), **"Indirect Investment: Defining the Scope of the Direct Investment Relationship"**. IMF Working Paper, PP 2-4.

☒ فروع الشركات الأجنبية(*The Foreign Branches*)

يشير مصطلح فروع الشركات الأجنبية إلى الفردية من قبل الشركات الأجنبية في ممارسة أنشطتها الاستثمارية داخل الدولة المضيفة، أي دون إنشاء شركات تابعة، أو الاندماج مع كيانات أخرى، ومن أهم المحددات الاقتصادية لهذا النوع:

- أن يكون الفرع دائمًا وليس خلال فترة مؤقتة.
- أن لا تتواجد أي شراكة ما بين الفروع وأي أطراف أخرى.
- أن تكون ملكية الأصول الثابتة غير المنقولة؛ مثـل: الأرض، والمواد الأخرى من قبل المستثمر الأجنبي.
- في حالة الأصول المتداولة لابد من أن تستكمل مدة سنه كاملة داخل الدولة المضيفة.

٢/٣/١/٣/٦ تصنيفات الاستثمار الأجنبي المباشر وفق محفزات الاستثمار: (*The Motivation Of FDI*)

يعد هذا التصنيف هو الأكثر ارتباطًا بالإطار النظري لتدفقات رؤوس الأموال، حيث تتحرك رؤوس الأموال إلى مشاريع الاستثمار الأجنبي المباشر بهدف الاستفادة من المزايا النسبية للدولة المضيفة، ووفق ذلك يتم تصنيف الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الأنواع الآتية [١]:

---

(1) See:

- Types Of Foreign Direct Investments, Available at: Www.Econ-Pol.Unisi.It/Tonveronchai/2008-209.FDI.Pdftypes
- Moffett. M., Stonehill. I. and Eiteman. D (2006)," Fundamentals of Multinational Finance", **Op-Cit**, PP 419-420.
- Kudina. A. and Jakubiak. M (March 2008), **"The Motive and Impediment to FDI In The CIS"**, Global Forum On International Investment, OECD, PP 2-6.
- Tejima. S (2003), **"Economic Development Of African Counties Through FDI"**, Nishogakusha, Japan.=

- الاستثمار الباحث عن الموارد(***Resource Seeking***)

من أنواع اتجاهات الاستثمار الأجنبي المباشر السعي بحثًا عن الموارد الأولية للعملية الإنتاجية؛ وذلك يرجع إلى عدم توافر المورد في الدولة الأم بنفس الكفاءة كما في الدولة المضيفة، أو في بعض الحالات الأخرى عدم توافر الموارد في الأساس في الدولة الأم.

- الاستثمار الباحث عن السوق (***Market Seeking***)

تتجه تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية باحثة عن الأسواق لاستغلال المزايا المتوافرة في هذه الأسواق؛ مثل: ارتفاع الطلب في أسواق الدولة المضيفة، وتمتع المشروع الأجنبي بميزة احتكارية لا تتوافر في سوق الدولة المضيفة، ورغبة مشروعات الاستثمار الأجنبي في تقليل تكاليف التجارة الخارجية، لاسيما إذا كانت أسواق الدول المضيفة تتسم بالقيود الجمركية.

- الاستثمار الباحث عن المعرفة والتكنولوجيا المتقدمة (***Technology Seeking***)

وفي هذا الشأن تكون سمة اتجاهات تحركات رؤوس الأموال عن طريق مشروعات الاستثمار الأجنبي بأنواعها السابق ذكرها تجاه الدول التكنولوجية عن طريق الشراء، أو الدمج في شركاتها المحلية؛ وأفضل مثال على ذلك هي: الاستثمارات الأمريكية والألمانية داخل المؤسسات اليابانية، وذلك للاستفادة من التكنولوجيا المتقدمة ورأس المال البشري هناك.

- الاستثمار الباحث عن الكفاءة(***Efficiency Seeking***)

وهنا تتجه الاستثمارات الأجنبية إلى الأصول العينية باحثة عن الكفاءة الإنتاجية؛ مثل: اتجاهات الاستثمارات الأجنبية نحو الدول كثيفة العمل، أو الدول ذات المزايا الاقتصادية في الإنتاج.

= - Available at: Http://Www.Mofa.Go.Jp/Region/ Africa/ Conf0302/ Fdi.Pdf

- **الاستثمار الباحث عن الاستقرار السياسي (*Political Stability Seeking*)**

ويشير مصطلح الاستقرار السياسي إلى عدم تدخل الجهات الحكومية في عمل المشروعات الاستثمارية الأجنبية، بجانب مجموعة من العوامل الأخرى؛ مثل: الشفافية، والديمقراطية، والبيروقراطية، والحوكمة والتي تندرج تحت المحددات السياسية للاستثمارات الأجنبية المباشرة.

- **الاستثمار الباحث عن الأصول الاستراتيجية (*Assets Strategy Seeking*)**

تتدفق رؤوس الأموال تجاه الدول المضيفة للحفاظ أو للحصول على الموارد أو السلع الأولية ذات الأهمية الاستراتيجية من حيث المنافسة، أو من التقلبات الاقتصادية المتوقعة في الأسواق الدولية؛ مثل: اتجاهات الاستثمار الأجنبي تجاه الاستثمار في البترول لاسيما في المناطق حديثة الاكتشافات البترولية، وأفضل مثال على ذلك الصراع ما بين الشركات العالمية تجاه الاستثمار في الحقول البترولية في السودان.

٢/٣/٢ التحليل النظري للاستثمار الأجنبي المباشر:

يهدف الجزء التالي من الدراسة إلى تحليل الفكر النظري لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، ومن الجدير بالذكر في هذا الشأن أن العرض اللاحق لا يعبر عن اختلاف في تنظير الاستثمار الأجنبي المباشر، وإنما هذه الرؤى، والنظريات تتكامل لتحليل تدفقات رؤوس الأموال إلى أصول الاقتصاد العيني ***Real Assets*** على الصعيد الدولي.

١/٢/٣/٢ نظرية العائد طويل الأجل: (*The Long Term Interest Rates*)

حتى ستينات القرن الماضي كان الفكر النظري لتفسير سبب تحركات رؤوس الأموال بهدف الاستثمار الأجنبي المباشر بفكرة العائد طويل الأجل على الأصول المقتناة في الدولة المضيفة، ومن ثم تتحرك رؤوس الأموال من الدولة (أ) إلى الدولة (ب) إذا كان معدل العائد في الأجل الطويل في الدولة (ب) أكبر من معدل العائد في الأجل الطويل في الدولة (أ).

والأساس في تحركات الاستثمار الأجنبي المباشر هي وفرة رؤوس الأموال في الدول الأم، كما يعتمد هذا النموذج على الفكر الكلاسيكي في تحليل الأسواق وأن تحركات رؤوس الأموال تكون في ظل سوق المنافسة الكاملة، ويخضع سبب الاستثمار الأجنبي المباشر إلي شرط التوازن التالي [١]:

$$MV= e/r$$

حيث تعبر *MV* على القيمة السوقية للأصل العيني محل التقييم، e تعبر عن معدل العائد المتوقع في الأجل الطويل، r معدل الفائدة السوقي، أو معدل الخصم.

فوفق شرط التوازن عالية طالما كانت قيمة المنشأة، أو مشروع الاستثمار الأجنبي المباشر أكبر من قيمتها في اقتصاد الدول الأم تتحرك رؤوس الأموال بهدف اقتنائها.

إلا أن هذه النظرية شابها العديد من الانتقادات؛ لعل أهمها أنها لا تفرق مابين الاستثمار الأجنبي المباشر، والاستثمار الأجنبي غير المباشر، فكل منهما يسعى إلى تعظيم الربح، على الجانب الآخر افترضت هذه النظرية أن حركات رؤوس الأموال تتم في سوق المنافسة الكاملة؛ إلا أن النماذج أثبتت عكس ذلك؛ كما سيتم إيضاحه لاحقا [٢].

٢/٢/٣/٢ نظرية عدم تكامل الأسواق:(نظرية المنشأة الصناعية). (The *Market Imperfication theory*)

تقوم هذه النظرية على مبدأ أساسي هو عدم كمال الأسواق، فتبني النظرية مفهومها الأساسي في التمييز ما بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر في نقطة هامة، وهي إدارة الأصل محل الاستثمار؛ حيث تؤكد النظرية على أن العنصر المميز للاستثمار الأجنبي المباشر هو إدارة الأصول، والتأثير في القرار الإداري لمشروع الاستثمار الأجنبي بشكل مباشر.

---

(1) Yazdipour. R (1987), **"A New Test of Market Imperfection Theory of Foreign Direct Investment"**, Ohio State University, PP 26-29.

(2) **Ibid, P27.**

وهو الأمر الذي لا يتطلب توافره بالنسبة إلى تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر، وهذا هو ما أغفلته النظرية السابقة؛ حيث لو كان الأساس هو العائد الدائم في الأجل الطويل، لكان من الأيسر على المقيمين في الدولة الأجنبية إقراض أموالهم إلى المقيمين في الدول المستقبلة مقابل الحصول على العائد الذي يفوق الاستثمار في السوق المحلي، ولكن لابد من إدارة الأصول للتعبير عن الاستثمار الأجنبي المباشر (١).

ومن هذا المنطلق قسمت نظرية عدم كمال الأسواق الاستثمار الأجنبي المباشر؛ من حيث أهمية الإدارة، والسيطرة على الأصول الحقيقية، والهدف من اقتناء الأصول في الدولة المضيفة إلى سببين (٢):

يتعلق السبب الأول في **التدبر في إدارة الأصول**، حيث يتناول السبب الأول رغبة المنشأة في إدارة أصولها الأجنبية بشكل ذاتي بهدف التدبر والتعقل في إدارة المشروع، ولعل ذلك يرجع إلى عدة عوامل تأتي في مقدمتها: ارتفاع حالة عدم التأكد لدى المستثمر الأجنبي، والناتجة عن إدارة المشروع من قبل الغير، الأمر الذي قد يترتب عليه الإفلاس، أو الخروج من المنافسة، وكذلك أيضًا ارتفاع تكاليف الوسطاء في إدارة هذه المشاريع، هذا ومن الأسباب التي تراعى خوف المستثمر الأجنبي من انتقال المزايا إلى المنافسين، ومن ثم يفضل المستثمر الأجنبي التدبر، والتعقل في إدارة المشروع.

---

(2) See:

- Morgan. E. and Katiskeas. C (1997), **<u>" Theories of International Trade, Goreign Direct Investment and the Firm Internationalization</u>: <u>A Critique</u>"**, Mbc University Press ISSN, PP 70-71.
- Kerr. I. and PPeter. V (2001), **<u>"The Determinants of Foreign Direct Investments in China"</u>**, 30th Annual Conference of Economic, University Of Western Australia, PP 1-4.

(2) Yazdipour. R (1987), "A New Test of Market Imperfection Theory of Foreign Direct Investment "**, <u>OP-CIT</u>**, PP 30-33.

على الرغم من احتمال الحصول على عائد مرتفع في الأجل الطويل، إلا أن ذلك يشوبه ارتفاع حالة عدم التأكد من الموقف الاقتصادي في الدولة المستقبلة، وهذا الأمر يعد الأساس ما بين توجيه رؤوس الأموال إلى مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر، أو توجيهها إلى الاستثمار في محفظة الأوراق المالية.

أما السبب الثاني فيتمثل في **العمليات الدولية للاستثمار الأجنبي المباشر.(نظرية المنشأة الصناعية)**، ويعرف هذا التفسير بنظرية المنشأة الصناعية، والذي يبرر تحركات رؤوس الأموال بهدف الاستثمار الأجنبي المباشر؛ أنها ليست بهدف الاختلاف في معدلات العائد على الأصول في الأجل الطويل ما بين الدولة الأم والدولة المضيفة، ولكن يتمثل في الأساس في تحقيق الإدارة الآمنة للأصول في ظل سوق المنافسة غير الكاملة، وذلك يرجع إلى الأسباب التالية:

- تعمل المنشأة الصناعية على إزالة المنافسة، والتي قد تواجهها من قبل المنافسين في الدول المضيفة، ومن ثم لابد من أن تدير أصولها بشكل مباشر؛ لبناء الاستراتيجيات والسياسات الملائمة لذلك.
- الهدف الآخر هو: رغبة المنشأة الصناعية من الانفراد بالمزايا، والمهارات، والخبرات التي تتمتع بها بشكل منفرد، وكذلك العوائد التي تتولد عن تلك المزايا دون مشاركة أطراف أخرى فيها، ولعل ذلك يعد الأساس لنظرية التملك، وكذلك نظرية الاستيعاب، والتي سيتم إلقاء الضوء عليه لاحقًا.

ومن العرض السابق تعالج نظرية المنشأة الصناعية، ونظرية سوق المنافسة غير الكاملة القصور في نظرية معدلات العائد طويل الأجل؛ من حيث إن هناك أسباب أخرى بخلاف العائد لابد من أن تؤخذ في الاعتبار في توجهات الاستثمار الأجنبي المباشر، والتي لابد من أن ترتبط بإدارة مباشرة للأصول العينية.

وللمزيد من الإيضاح لرغبة المنشأة في إدارة الأصول الأجنبية في الدول المضيفة وفق مفهوم نظرية المنشأة الصناعية، والتي تعمل في السوق المنافسة غير الكاملة؛ نسوق المثال التالي.

بفرض أننا بدراسة منشأة صناعية، واستطاعت خلق ميزة تنافسية جديدة تؤهلها من الولوج إلى الأسواق العالمية، وزيادة قدرتها التنافسية، فرغبة المنشأة في المشاركة بميزتها المبتكرة في السوق الدولي يتم عن طريق السبيلين التاليين(١):

يتمثل **السبيل الأول** في إعطاء حقوق الإنتاج، أو العلامة التجارية لها لأحد الشركات في الخارج، مقابل الحصول على عائد من وراء ذلك، وأيضا المحافظة على حقوق الملكية الفكرية للمنتج الأساسي، ولكن في هذا السبيل لا تستطيع المنشأة الأم التحكم في منتج في الخارج، الأمر الذي يترتب عليه سهولة انتقال ميزة الشركة إلى المنافسين في الخارج.

فيما يتمثل **السبيل الثاني** في قيام المنشأة بعمليات الاستثمار الأجنبي المباشر، وذلك عن طريق إقامة تسهيلات للإنتاج في الخارج، ويعد هذا السبيل هو الأكثر ارتباطا بنظرية التملك؛ حيث تقوم المنشأة على الانتقال إلى الخارج، والعمل وفق محددات السوق المحلي، ومن ثم الحفاظ على المزايا التي تتمتع بها المنشأة.

ويعد السبيل الثاني للمنشأة هو: التأكيد على مفهوم عدم كمال الأسواق في بيئة الاستثمار الأجنبي المباشر؛ حيث لو كان الإطار العامّ في ظل المفهوم الكلاسيكي لسوق المنافسة الكاملة لما كانت الحاجة لإدارة الأصول، وانتقال رؤوس الأموال إلى الخارج حيث إن المزايا التي تتمتع بها من السهولة أن تنتقل

---

(1) See:

- Yazdipour. R (1987), "A New Test Of Market Imperfection Theory Of Foreign Direct Investment ",**OP-CIT**, PP 30-33.
- Morgan. E. and Katiskeas. C (1997), " Theories Of International Trade, Foreign Direct Investment And The Firm Internationalization: A Critique", **Op-Cit,** PP 70-74.

إلى المنافسين في ظل سوق المنافسة الكاملة، ومن ثم لا حاجة إذن إلى إدارة الأصول في الاقتصاد الأجنبي، ومن ثم فإن انتقال الاستثمارات الأجنبية المباشرة يتم من خلال أسوق المنافسة غير الكاملة، والتي وفقا لها تسعى المنشأة للحفاظ على المزايا التي تتمتع بها، وعلى الجانب الآخر تسعى المنشأة للحصول على كافة العوائد من وراء ذلك بشكل منفرد.

٢/٣/٢/٣ نظرية التملك:*(The Appropiability Theory)*

تعتمد نظرية التملك في تفسير تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى رغبة المنشأة في تملك والحفاظ على المزايا التنافسية، والمكتسبة من المنافسين الآخرين[١].

ووفق ذلك ترتكز نظرية التملك على المزايا التنافسية التي تتمتع بها المنشأة، ولاسيما المزايا الخاصة بالمعرفة، والتقدم التكنولوجي؛ حيث أوضح ***(Magee1977)*** أن المشكلة أمام المنشأة تتمثل في عمليات التزييف، والنقل، والاقتباس، والتي يترتب عليها فقدان المنشأة الأم للميزة التي اكتسبتها. ومن هنا تظهر الحاجة الماسة للشركات التي تتمتع بمزايا تنافسية إلى الحفاظ على تلك المزايا من جانب.

---

(1) See:

- Laswad. F. and Oyelere. P (1999), **"An Analysis Of Financial Performance Of Malaysian Based Multinational Enterprises",** Lincoln University, Conterbury, PP 5-6.
- Wilhelms. S (1998), **"Foreign Direct Investments And It Is Determinant In Emerging Economic",** United Stated Agency For International Development, Washington, P P 8-9.
- Kapsein. E (2001), **"Human Capital Formation, Economic Development And The Multinational Enterprises"**, OED Development Center, Paris, PP 6-7
- Magee. S (1977), **"information and multinational corporation: An APProplability theory of direct investment"**, Warren & lament, New York, PP 50-62.

وعلى الجانب الآخر يتمثل في رغبتها في الحصول على كافة العوائد من وراء ذلك بشكل منفرد، وذلك عن طريق قيام هذه الشركات بامتلاك أصول عينية في البلاد الأخرى، وتمرير المزايا في تلك الدول من الاستفادة منها بشكل منفرد، والحفاظ عليها من المنافسين.

كما أوضح (*Magee1977*) أن المعلومات والمعرفة والفكر التكنولوجي تعد من قبيل السلع العامة، ومن ثم منذ دخول منتج جديد السوق؛ إلا ويحدث تزاحم عليه من قبل المنافسين لأجل الحصول عليه معرفته وتقنيته، ومن هنا من الممكن أن تنتقل ميزة المنتج الجديد إلى المنافسين، مع العلم أن ذلك لا يمنع المنشأة الأم من الاستفادة من هذه التقنية، ولكن يقلل من الاستفادة المطلقة لها، وذلك لمزاحمة المنافسين لها رغبة في مشاركة هذه المنشأة في ابتكارها الجديد.

من هذا المنطلق تظهر حاجة الشركات إلى الاستثمار الأجنبي المباشر وفق مفهوم التملك؛ أي تسعي هذه الشركات إلى اقتناء أصول أجنبية، تسمح لها بالتملك التام للمزايا التي تتمتع بها هذه الشركات على مستوى الأسواق الأجنبية، ومن ثم تقلل من مزاحمة منافسيها في الأسواق الأجنبية لها والحد من قدرتهم على مشاركتهم في امتلاك جزء من السوق، ومن هنا من الأفضل لهذه الشركات أن تتواجد في الأسواق الأجنبية بدلا من التصدير، وبالتالي فإن ملكية الأساليب المبتكرة تكون دافعا للاستثمار الأجنبي المباشر.

٢/٣/٢/٤ النظرية الانتقائية:(*The Elected Theory*)

تعد هذه النظرية امتدادًا لمفهوم الميزة النسبية لتدفقات رؤوس الأموال، والذي تم الإشارة إليه سلفًا، وهذه النظرية تم تطويرها عن طريق (*Dunning1977*)؛ حيث تفيد هذه النظرية أن المستثمر الأجنبي يعمل على الانتقاء الدولي لاستثماراته للاستفادة من المزايا التي تتمتع بها الدول الأخرى.

وإن كانت مزايا نسبية بالمقارنة بالدولة الأم؛ وذلك وفق ما يعرف بمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر والتي تعرف بكونها التطبيق النظري للاستثمار الأجنبي المباشر، والتي أيضا تكون أكثر ارتباطًا بمحددات الاستثمار الداخلية، وهي بدورها إما أن تخلق مناخًا جاذبًا للاستثمار الأجنبي المباشر،

والحفاظ على القائم، أو أنها تعمل على طرد الاستثمار الأجنبي القائم بل ورأس المال المحلي أيضا (١).

ومن أهم المحددات الاقتصادية والتي تتماشى مع نظرية الانتقاء لتفسير الاستثمار الأجنبي المباشر هي: وفرة الموارد الطبيعية، والعمالة الرخيصة؛ لاسيما في ظل شروط عمل مناسبة، و القدرة الاستيعابية للأسواق المحلية، بالإضافة إلى مجموعة العوامل الأخرى مثل النظم القانونية والسياسات الحكومية المرتبطة وكذلك العوامل المؤسسية (٢).

٥/٢/٣/٢ دورة حياة المنتج: (*The product life cycle Theory*)

يعد من أهم النماذج الاقتصادية التي فسرت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر نموذج (***Vernon1971***) المعروف اختصارًا بنموذج الـ ***PLC***، أو نموذج دورة حياة المنتج، وفي هذا الشأن حاولت هذه النظرية من إحداث نوع من الترابط ما بين نظرية التجارة الدولية، ونظرية الاستثمار الأجنبي المباشر.

حيث يقوم النموذج على وضع أي منتج جديد يدخل السوق في إطار دورة حياة، تعرف بدورة حياة المنتج، والتي تقسم المنتج بدورها إلى مجموعة من المراحل التي يمر بها المنتج، ومن هنا تعتبر كل مرحلة سببًا أساسيًا في تغير نمط المنتج؛ سواء من حيث تدفقات التجارة الدولية، أو من حيث تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

ويقوم نموذج دورة حياة المنتج على تقسيم مراحل نمو أي منتج إلى خمس مراحل أساسية كالتالي:

المرحلة الأولى: والتي فيها يحتاج المنتج إلى المزيد من أنشطة البحث والتطوير، كذلك لابد من توافر سوق داخلي ذو طاقة استيعابية للمنتج الجديد بجانب القدرات التنافسية، والتي تسمح لها من مواجهة المنافسين سواء في

---

(1) Dunning. J. H (2001), **" The Electric (OLI) Paradigm Of International Production: Past, Present And Future",** Int.F Of The Economic Of Business, Vol 8, No 1, PP 173-180.

(2) Yazdipour. R (1987), "A New Test of Market Imperfection Theory Of Foreign Direct Investment", **Op-Cit**, P 39.

الداخل، أو في الخارج، وفي هذه المرحلة أيضًا يستهلك المنتج داخليًا فحسب في اقتصاد الدولة المبتكرة.

المرحلة الثانية: وفيها يحقق المنتج الجديد مبيعات جيدة داخل السوق المحلي أو في الخارج.

المرحلة الثالثة: وعندها يصبح المنتج أكثر نمطية من شيوع المعرفة المستخدمة والفن الإنتاجي، وهنا يحدث استقرار الطرق، والوسائل الفنية للإنتاج؛ بجانب انخفاض الحاجة إلى المزيد من أنشطة البحث والتطوير، وتظهر هنا أهمية اقتصاديات الحجم في العملية الإنتاجية، والتي تكون مهمة لإشباع الطلب المتنامي على المنتج؛ سواء في الداخل أو في الخارج؛ ومن ثم تبدأ مجموعة الدول المقلدة في تنفيذ المنتج لديها رغبة منها في تحقيق إشباع طلب السوق المحلي على ذلك المنتج.

المرحلة الرابعة: وفيها تبدأ الدول المقلدة في الترويج للمنتج في أسواق الدول الأخرى [(١)].

وبداية من مرحلة نضوج المنتج تظهر على الساحة الدولية مجموعة من الظواهر الهامة، يأتي في مقدمتها تحركات الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وانتشار أعمال الشركات المتعددة للجنسيات على الصعيد الدولي، ولعل ذلك هو المفسر الأساسي لاستخدام دورة حياة المنتج في تفسير تحركات رؤوس الأموال بهدف الاستثمار الأجنبي المباشر، وذلك على النحو التالي[(٢)]:

---

(1) يراجع في هذا الشأن:

- سامي عفيفي حاتم (٢٠٠٥)، "مبادئ اقتصاديات التجارة الدولية"، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، ص ٢٤٤-٢٥٢.
- Salvatore. D (2001), " **International Economic**", **Op-Cit**, PP 185

(2) See:

- Yazdipour. R (1987), "A New Test Of Market Imperfection Theory Of Foreign Direct Investment" ,**Op-Cit** P 39-41
- Hang. N (2004), **"Product Life Cycle Mechanism with Foreign Direct Investment and the Technology Transfer"**, University Of Tokyo, Japan, PP 2-4.

- رغبة الكيانات الاقتصادية في إنشاء فروع لها في الخارج؛ لإشباع الطلب المتنامي في الأسواق الخارجية؛ ومن ثم تخفيض نفقات القنوات الوسيطة في الترويج، والتوزيع، وكذلك نفقات النقل.
- السعي رغبةً في التغلب على العقبات الجمركية في الدولة المستوردة للمنتج؛ والتي يترتب عليها ارتفاع في نفقات الإنتاج.
- وفق تحليل ريكاردو للميزة النسبية، تسعي الكيانات الاقتصادية من الاستفادة من المزايا النسبية للدول الأجنبية، لاسيما في تحول المنتج من كثيف الطلب على رأس المال والتكنولوجيا والعمالة الماهرة إلى كثيف الطلب على العمالة والمواد الأولية، والتي تعتبر متوفرة في الدول الأخرى لاسيما الدول النامية.
- تماشيًا مع مفهوم سوق المنافسة غير الكاملة لـــ ***(Hymer)***، فتسعى الشركات المنتجة والمبتكرة للمنتج إلى الحفاظ على المزايا التي تتمتع بها من المنافسة، ومن ثم تقوم هذه الشركات بخلق مشروعات استثمار أجنبي في الخارج؛ رغبة منها في عدم مزاحمة المنافسين لها في المزايا المكتسبة التي تتمتع بها.
- رغبة الكيانات الاقتصادية الأجنبية في الدخول في اقتصاديات الحجم، ومن هنا تحاول البحث عن مصادر الإنتاج الأرخص، والأوفر، والتي في الغالب تتوافر في البلاد النامية.

٦/٢/٣/٢ نظرية أسواق الصرف الأجنبي:*(The exchange rate theory)*

تعتمد هذه النظرية في تفسير تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى التقلبات في أسواق الصرف الأجنبي، والتي تنشأ عن سوق صرف أجنبي غير كامل من حيث المنافسة.

وحيث يعمل المستثمر الأجنبي على استغلال الاختلافات ما بين معدلات صرف العملات الأجنبية مقابل عملته الوطنية، فعند حدوث انخفاض في قيمة العملة الأجنبية مقابل العملة الوطنية للمستثمر الأجنبي؛ تكون دافعًا نحو الدخول في مشروعات الاستثمار الأجنبي، واقتناء الأصول في الدول ذات العملات المنخفضة أي ارتفاع أسعار صرفها مقابل العملة الوطنية للمستثمر الأجنبي؛

حيث إن في هذا الوقت تكون تكلفة الأصول أقل في مقابل العملة الوطنية للمستثمر، أو أقل من مثيلاتها في الاقتصاد المحلي في حالة انخفاض قيمة العملة.

وعلى سبيل المثال فلو حدث ارتفاع في معدل صرف الدولار الأمريكي أمام اليورو بنسبة ١٠٠%، فذلك يعبر عن انخفاض قيمة الدولار أمام اليورو بنسبة ١٠٠%، ومن ثم ووفق هذه النظرية تكون الفرصة مواتية أمام مستثمري منطقة اليورو لشراء الأصول العينية في الولايات المتحدة الأمريكية بسبب انخفاض قيمتها، فلو كان معدل الصرف هو ١€ مقابل ٢ $ قبل الانخفاض، وبعد ارتفاع معدل الصرف أصبح ١€ مقابل ٤$، فإن الأصل المشترَى قبل ارتفاع معدل الصرف بتكلفة ٢مليون دولار يتطلب مليون يورو، أما بعد ارتفاع معدل الصرف يتطلب نصف مليون يورو فقط، مما يتولد عن ذلك دافعًا إلى اقتناء الأصول في الاقتصاديات الأجنبية.

وبالرغم من منطقية العرض السابق لدور تقلبات أسواق الصرف في تحركات الاستثمار الأجنبي المباشر إلا أنها لم تفرق ما بين الاستثمار الأجنبي المباشر، وغير المباشر، حيث على نفس المنوال من الممكن استغلال ارتفاع أسعار الصرف في توجيه رؤوس الأموال إلى الأصول المالية.

ومن الممكن اعتبار النظرية السابقة مفيدة لتفسير توقيت الاستثمار الأجنبي المباشر؛ حيث من الممكن توضيحها على أساس ارتفاع التدفقات في وقت ارتفاع معدلات صرف العملات المحلية أمام العملة الوطنية للمستثمر الأجنبي، أو أن توقيت خلق مشروعات الاستثمار الأجنبي في الدول الأخرى يكون مناسبًا، وأكثر كفاءة عند انخفاض معدلات صرف العملة المحلية أمام عملة دولة المستثمر.

٧/٢/٣/٢ نظرية التنويع وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر:

(The Diversification Theory)

تعد نظرية التنويع من أهم النظريات الاقتصادية المفسرة لسبب تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، وفيها يرغب المقيم الأجنبي في تنويع المخاطر

المحتملة من وراء عمليات التشغيل الخاصة بمنتجه، فيرغب المستثمر من تخفيض المخاطر المحتملة إلى أقصى درجة ممكنة، وأمثلة المخاطر المرتبطة بعمليات التشغيل الخاصة بمشروعات الاستثمار الأجنبي مخاطر الأسواق، ومخاطر إمدادات المواد الخام، وكذلك العمالة، والمخاطر الخاصة بالتقلبات في معدلات الصرف، هذا بجانب المخاطر السياسية (١).

ومن ثم تعمل الكيانات الاقتصادية على تنويع مخاطرها المحتملة؛ سواء الخاصة بمصادر الموارد الخام، أو الخاصة بتقلبات الأسواق عن طريق إنشاء مشروعات استثمار أجنبي في دول أخري بهدف تنويع المصادر الهامة للعمليات التشغيلية للمنشأة، ومن ثم تنويع المخاطر، وتنويع مصادر إيرادات المنشأة؛ وبالتالي عند حدوث تقلبات في دورات الأعمال في الاقتصاديات المستضيفة لمشروع الاستثمار الأجنبي لأحد الشركات العالمية، لن يترتب عليه حدوث تأثر في كيان الشركة بالكامل؛ حيث يعمل تنويع الاستثمارات الأجنبية على التقليل من حجم الخسائر في حالة تأثر أو خسارة أحد المشاريع.

على الجانب الآخر تعد نظرية التنويع هي الأساس في تفسير نموذج الاتجاهين لتدفقات رؤوس الأموال في الاقتصاد الدولي، والتي تفسر انتقالات رؤوس الأموال ما بين المقيمين في بلدين مختلفين في ذات الوقت.

٨/٢/٣/٢ نظرية رد فعل احتكار القلة والاستثمار الأجنبي المباشر:

(The Oligopolistic Reaction)

من المناهج الاقتصادية المفسرة للاستثمار الأجنبي المباشر، ردود أفعال الكيانات الاقتصادية في ظل سوق احتكار القلة (٢).

---

(1) See:

- Ingham. B (2004)," **International Economics: A European Focus**", Prentice Hall Financial Time, England, P 119.
- Doukas. J. and Lang. L (2003), **"Foreign Direct Investment, Diversification and Business Performance"**, Journal of International Business Studies, PP 153-155.

(2) See:

- Yazdipour. R (1987), "A New Test Of Market Imperfection Theory Of Foreign Direct Investment" ,**Op-Cit** , PP 43-44 . =

تعد هذه النظرية امتدادًا للأساس النظري القائم على أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر تكون في ظل أسواق المنافسة غير الكاملة، ووفق هذه النظرية، وفي الصناعات التي يسودها احتكار القلة فإن الشركات المتنافسة، تعمل على تبني اتجاهات في السوق الدولي بهدف بناء حائط لصد المنافسة من قبل الكيانات الأخرى.

وأساس هذه النظرية أن كل شركة أو منشأة تسعي إلى الدفاع عن نفسها من المنافسين، وأيضًا تقليل المخاطر، والتي قد تتحملها إلى أقصي درجة ممكنة؛ فعلي سبيل المثال كرد فعل لقيام أحد الشركات الأجنبية بتوجيه رأس مالها إلى الاستثمارات الأجنبية المباشرة في أحد الدول، أو أحد الأقاليم؛ والتي سيترتب من ورائها منفعة على الشركة الأم لمشروع الاستثمار الأجنبي تتوقف بدورها على نوع الاستثمار الأجنبي؛ كما سيتم توضيحه لاحقًا، ستقوم الشركات لمنافسة لها باتخاذ نفس النهج، وذلك حتى لا يتأثر نصيبهم من السوق العالمي، وهذا حتى لا تتمتع الشركة المنافسة من ميزة استثماراتها الأجنبية تفوق بها منافسيها.

ومن ثم فوفق هذه النظرية؛ فإن من الأسباب التي تدفع الكيانات الاقتصادية من الدخول في استثمارات أجنبية في الدول الأخرى هي رغبة منها في الحفاظ على الموقف التنافسي بينها، وبين الكيانات المنافسة في ضوء الصناعات التي تسودها احتكار القلة.

٢/٣/٢/٩ نظرية الموقع:

(The Allocation Theory)

تعتبر نظرية الموقع أحد أهم النظريات الاقتصادية التي تناولت الاستثمار الأجنبي المباشر، وتجيب هذه النظرية على السؤال التالي: لماذا تتم العمليات الإنتاجية في أكثر من مكان بدلاً من أن تتم في مكان واحد؟.

وتقسم الدراسة الإطار النظري لنظرية الموقع إلى اتجاهين بحسب الهدف؛ **الاتجاه الأول:** حيث تتجه فيه الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الموقع؛

=- Hoenen. A. K. and Hansen. M (2009), **"Oligopolistic Competition And Foreign Direct Investment"**, Copenhagen Business School, CBDS Working Paper No 10, Denmark, PP 2. 18-20

بهدف الروابط الخلفية للعملية الإنتاجية، **والاتجاه الثاني**: تتجه فيه الاستثمارات بهدف الروابط الأمامية للعملية الإنتاجية، وذلك كما يلي تفسيره.

فمن حيث اتجاه الاستثمارات الأجنبية إلى المواقع بهدف إقامة روابط خلفية؛ حسب المزايا التي يتمتع بها الموقع، ويكون الهدف الأساسي من مشروع الاستثمار الأجنبي المباشر هو دعم وتوفير الموارد الهامة، والاقتصادية للعملية الإنتاجية، وعلى هذا النحو فإن تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة في المواقع التي تتمتع بوفرة في الموارد الاقتصادية؛ سواء الموارد المادية، أو الموارد البشرية بنوعيها؛ من حيث وفرة العمالة الرخيصة كما في الصين مثلاً، وذلك في الصناعات التي تتحول إنتاجها من كثافة رأس المال إلى كثافة العمل، أو على الجانب الآخر في حالة الطلب على رأس المال البشري، أو العمالة الماهرة، والأرخص نسبيًا كما في صناعة البرمجيات في الهند مثلا [1].

يتمثل **الهدف الثاني** لتدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة بهدف الموقع إلى استغلال المزايا التي تتمتع بها المواقع، والخاصة بالروابط الأمامية لشركات المشروعات الأجنبية، والتي تعني في الأساس في العمل على خلق منافذ لمنتجاتها؛ وذلك على النحو التالي:

---

(1) See:
- Ingham. B (2004)," International Economics: A European Focus", **Op-Cit**, PP 119-120.
- Krigman. R (2003), **" International Economics: Theory and Policy"**, the Addison-Wesley in Economics, New York, PP172-173.
- Nachum. L. and Wymlas C (2002), **" Firm Specific Attribute and MNE LOCATION Choices: Financial and Professional Service FDI to New York and London"**, ESRC Center For Business Research University of Cambridge, Working Paper No 223, United Kingdom PP 2-5.
- Parson. J (2005), **" Theories Of Location"**, Bellingham Summer Philosophy Conference, PP 2-13

- **السوق**: وفي هذا الشأن تتدفق الاستثمارات الأجنبية إلى المواقع التي تتسم بأسواق متميزة؛ من حيث قدرتها على استيعاب السلع والخدمات الجديدة، والتي تتميز بميل حدي إلى الاستهلاك المرتفع، كذلك رغبة الشركات المتعددة الجنسيات في تكييف منتجاتها مع حاجات السوق الداخلية؛ مثل: أسواق دول الخليج على سبيل المثال.
- **تكلفة النقل**: حيث النوع الثاني رغبة المقيمين الأجانب من إقامة مشاريع استثمار أجنبي؛ حيث العمل على تخفيض مصاريف النقل إلى أكثر قدر؛ لاسيما في الأسواق التي تبعد عن أماكن التسويق النهائي بمسافات بعيدة، ومن ثم يترتب عليها ارتفاع في التكلفة النهائية للسلعة.
- **الجمارك والقيود التجارية**: حيث ترغب الكيانات الاقتصادية في تجنب المصاريف المرتفعة للقيود الجمركية؛ لاسيما وإن كانت قيود رمادية، يترتب عليها ارتفاع أسعار المنتج النهائي، ومن ثم تسعى الشركات العالمية إلى إقامة المشروعات الأجنبية لتجنب القيود الجمركية [1].
- **التكتلات الاقتصادية** : وهنا تحاول مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر الاستفادة من العلاقات، والتكتلات التي تدخل فيها المواقع المرغوبة، والتي تخلق للمشروع الأجنبي ميزة إقامة روابط أمامية، أو روابط خلفية مع الكيانات الاقتصادية الأخرى داخل التكتل الاقتصادي، والتي تعمل على تدنية التكاليف، أو السعر النهائي للسلعة، كما أنها تعطي المنتج إمكانية الولوج إلى الأسواق داخل التكتل بشكل ميسر [2].

---

(1) See:
- Marttens. A (2008), **" Trade Liberalization And Foreign Direct Investment In Emerging Countries: An Empirical Study"**, University Of Montreal, Canada.

(2) See:
- Lonescal. A (2006), **" Evaluation Of FDI In The Integration Context"**, UNCTAD, World Investment Report, PP 61-64 .=

٢/٣/٢/١٠ نظرية الاستيعاب:

(The Internalization Theory)

تهتم نظرية الاستيعاب في تفسير الاستثمار الأجنبي المباشر عن طريق التركيز على نشاط الشركات المتعددة الجنسيات؛ وذلك على أساس كونها أحد أهم صور مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر [١].

وتهتم النظرية خلال تناولها لنشاط الشركات متعددة الجنسيات بالإجابة على السؤال التالي؛ لماذا يحدث على الصعيد الدولي تحويلات للمدخلات، والمخرجات داخل إطار شركة واحدة، دون حدوثها ما بين الشركات وبعضها؟.

ومن ثم تهتم هذه النظرية بتناول الروابط الاقتصادية الأمامية، والتي تسعى الشركات متعددة الجنسيات لها من إقامة مشروعات استثمار أجنبي في دول وأقاليم مختلفة، وتأخذ التحويلات العالمية للشركات متعددة الجنسيات مجموعة من الصور؛ وتتمثل أهمها في:

= -Blomstrom M. And Kokko. A (1997), **"Regional Integration And Foreign Direct Investment"**, Working Paper Series No 172, Stockholm School Of Economic, Sweden, Available At NBER

(1) See:

- Yazdipour. R (1987), "A New Test Of Market Imperfection Theory Of Foreign Direct Investment" ,**Op-Cit**, PP 36-39
- Krigman. R (2003) , " International Economics: Theory And Policy", **Op-Cit**, PP172-173-
- Morgan. E. and Katiskeas. S (1997), " Theories Of International Trade, Foreign Direct Investment And The Firm Internationalization: A Critique", **Op-Cit**,PP 70-74
- Gattaci. V (2005), **" From the Of Th Firm to FDI and Internationalization: A Survey"**, Universoty Bocconi Working Paper, Isesao, PP 5-12.

- تقوم على أساس فكرة الروابط الأمامية، والتي على أساسها تكون مخرجات أحد مشاريع الاستثمار الأجنبي مدخلات مشاريع استثمار أجنبي أخرى في مناطق مختلفة.
- أن تعمل الشركات المتعددة الجنسيات على تركيز النشاط التكنولوجي، والتقني لها في أحد الدول، والتي تعمل على تمريره إلى باقي مشاريع الاستثمار الأجنبي في الأقاليم الأخرى.
- أن تعمل الشركات متعددة الجنسيات على إحداث تنسيق ما بين السياسات والاستراتيجيات الإدارية، والتي تهدف إلى خلق الانسجام ما بين مشروعات الاستثمار الأجنبي في الأقاليم المختلفة.

وبالتالي لماذا تعمل الشركات المتعددة الجنسيات في إطار داخلي (داخل الشركة)، دون العمل في إطار السوق؛ أي إقامة هذه العلاقات مع شركات أخرى، وهذا ما يتضح في فروض النظرية التالية:

- أن نظام السوق قد يفشل في بعض الأحيان في تحقيق الكفاءة في التخصيص الأمثل في الموارد الإنتاجية، ويرجع ذلك بسبب الوفورات الخارجية.
- أن عملية تداول مخرجات العملية الإنتاجية تأخذ أحد الشكلين؛ **الأول:** عن طريق السوق، **والثاني:** عن طريق تكوين علاقات داخلية داخل الشركة، تعمل على تلبية احتياجات الشركة من الموارد المختلفة.
- تعتبر نظرية الاستيعاب أن الكفاءة الاقتصادية؛ عندما تكون المبادلات الداخلية لعناصر الإنتاج أرخص، وأكفأ من التعامل مع السوق.
- تعمل الشركات المتعددة بهدف تحقيق الاستيعاب عن طريق إنشاء مشروعات استثمار أجنبي في الدول المختلفة.

والمحدد الأساسي لنظرية الاستيعاب في دور العوامل الخارجية ***Externalities***[1]، ويتنوع مفهوم العوامل الخارجية فمنها الضار ومنها النافع،

---

(1) See: =

ومن الممكن تعريف العوامل الخارجية على أنها مجموعة العوامل التي يترتب عليها تأثير أفراد غير معنيين وغير محسوبين على السوق بالقرارات والتصرفات التي تقوم بها أطراف أخرى؛ سواء بشكل إيجابي، أو بشكل سلبي.

ومن ثم فيصبح السوق أقل كفاءة في تخصيص الموارد؛ حيث وفقًا للعوامل الخارجية لا يعكس السوق سوى المنافع والتكاليف للكيانات الاقتصادية للمشاركين في السوق، أما تلك المنافع التي ينتفع بها أطراف أخرى فلن تؤخذ في الحسبان.

ومن هذا المنطلق من الممكن تقسيم الوفورات الخارجية إلى أنواع طبيعية، وعوامل أخرى خاصة بالحكومة وكلاهما يؤدي إلى الوفورات الخارجية، ومن ثم تقود إلى عدم كفاءة السوق في تخصيص الموارد.

ومن حيث الأنواع الطبيعية، فوفق اقتصاديات المالية العامة تنقسم بدورها إلى السلع العامة والملكية العامة، ولابد في هذا الشأن التنويه إلى أنه ليس المقصود بكل منهما السلع أو الخدمات؛ والتي تقدم من قبل الحكومة، ولكنها تعرف على أساس خصائصها والتي من أهمها عدم التنافسية في الاستهلاك، وعدم الاستبعاد، وهذا ما تحاول الدراسة بيانه في العرض التالي:

= - Parry. W. H., Walls. M. and Harrington.W (2006), **"Automobile Externalities and Policies"**, Resources for Future, PP 1-6. Available At Www.Rff.Org

- Robinson. R (2007),**"Positive Mountain Externalities: Valorization Through Policies And Markets"**, Mountain Policy Project, Third Meeting Of Adelboden Group. Available At Www.Fao.Org

- Koomery. J. and Krouse. F (1997), **"Introduction to Environmental Externality Cost"**, Handbook of Energy Effiecency, CRC Press, USA. Available At : Http://Siterresources.Worldbank.Org .

☒ **الوفورات الخارجية للملكية العامة.**

ومثال على ذلك عندما يتم إنتاج منتج ذو تقنية جديدة بدون حماية قانونية مثل العلامات التجارية وبراءات الاختراع، ومن ثم لا يستطيع المنتج استبعاد أطراف أخرى من استغلالها.

☒ **الوفورات الخارجية للسلع العامة.**

وتحدث عندما تتساوى كافة الأفراد من المنافع التي تتولد من استخدام السلعة، وخير مثال عليها المعرفة.

وبالإضافة إلى ذلك العوامل الحكومية مثل التدخل الحكومي في الأسواق، والتي قد تؤدي إلى المزيد من الانحرافات في السوق ما بين التكاليف، والمنافع الاجتماعية والخاصة، كذلك بعض السياسات الجمركية للحكومة بالإضافة إلى الضرائب، والقيود على المبدلات.

كل هذه العوامل تخلق الوفورات الخارجية، والتي تمثل تحدي أمام الشركات المتعددة الجنسيات في انتقال مزاياها للمنافسين في الأسواق الخارجية.

وعلى هذا الأساس تكون عملية التحويلات التي تقوم بها الشركات المتعددة الجنسيات داخل الإطار الداخلي للشركة أكثر ربحًا من التعامل مع شركات أخرى، ويرجع السبب الأساسي في ذلك إلى عامل الوفورات الخارجية، وتحول مزايا الشركة إلى سلع عامة، وملكيات عامة. على الجانب الآخر فشل السوق في تخصيص الموارد، وذلك كما يتضح كما يلي (1):

- **انتقال التكنولوجيا والمعرفة.**

تعرف التكنولوجيا وفق الفكر الاقتصادي على أنها أي وسيلة يترتب عليها خلق منفعة اقتصادية، ويأخذ انتقالها نوعين إما البيع، أو عن طريق منح ترخيصها إلى كيانات في الخارج، وتتمثل المشكلة في هذا الشأن لو امتلك المشتري، أو حامل الترخيص تلك المعرفة فإنه ليس من الضروري في أن يدفع ثمنًا لها، ومن ثم تصبح الميزة التي تتمتع بها الشركة مثل السلعة العامة،

---

(1) Krigman. R. R (2003), " International Economics: Theory and Policy", <u>Op-Cit,</u> PP172-173.

وبالتالي من الأفضل للشركة أن تعمل على خلق مشروع أجنبي في الخارج للحد من تلك الوفورات الخارجية.

- **التكامل الرأسي.**

يعرف التكامل الرأسي في أنشطة الاستثمار الأجنبي المباشر؛ على أنه سعي الشركات المتعددة الجنسيات على إقامة روابط خلفية، وأمامية لضمان استمرار العملية الإنتاجية، ويتمثل ذلك في حالة كون أحد الشركات تصنع مدخلات شركة أخرى. ففي حالة الاحتكار على سبيل المثال فبدلاً من الخضوع تحت تأثير الأسعار المبالغ فيه يكون من الأفضل الدخول في تكامل رأسي، وذلك لضمان استمرار تدفق المدخلات للشركة المتعددة الجنسيات.

٣/٣/٢ التحليل الاقتصادي للآثار الاقتصادية للاستثمار الأجنبي المباشر:

يلعب الاستثمار الأجنبي المباشر دورًا بالغ الأهمية في الاقتصاد العالمي؛ حيث إنه من أهم أنواع مصادر التمويل الخارجي، ليس هذا فحسب ولكن يعد أهم أنواع تحركات رؤوس الأموال تجاه الأصول الاقتصادية بين الاقتصاديات العالمية[١].

على الجانب الآخر يعد الاستثمار الأجنبي المباشر سواء القائم أو المرتقب(المتدفق) من أهم المؤشرات الاقتصادية لدور وتأثير تدفقات رؤوس الأموال على اقتصاديات الدول المضيفة، ويعد أيضًا أساسًا في تحليل نشاط، ودور الشركات المتعددة الجنسيات على الاقتصاد العالمي من جانب، وعلى الدول المستقبلة من جانب أخر.

ويرجع ذلك إلى علاقة الاستثمار الأجنبي المباشر، والنمو الاقتصادي في الدول المضيفة حيث أصبحت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر أحد أهم أقطاب النمو في نظريات النمو الحديثة، والتي تشير بدورها إلى العلاقة الموجبة مابين الاستثمار الأجنبي المباشر والنمو الاقتصادي[٢]، وذلك لما ينتج عن

---

(1) Everett. M (2006), **" Foreign Direct Investment: An Analysis Of Its Significance"**, European System Central Bank (ESCB), Statistic Department, Quarterly Bulletin 4, PP 93-94.

(2) See:=

الاستثمار الأجنبي المباشر من تقدم تكنولوجي، والتعرف على نظم ونماذج حديثة في الإدارة والكفاءة في استغلال الموارد المحلية؛ سواء المادية، أو البشرية، إلى الجانب قدرة مشروعات الاستثمار الأجنبي على خلق سلع وخدمات جديدة سواء استهلاكية، أو رأسمالية في الدولة المضيفة.

ومن أهم الآثار الإيجابية التي يخلقها الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المضيفة:

٢/٣/٣/١ أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على التقدم التكنولوجي:

يخلق الاستثمار الأجنبي المباشر آثرًا موجبًا على اقتصاديات الدول المضيفة؛ حيث أشار تقرير مؤتمر الأنكتاد أن الغالبية العظمى من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر تأتي من الدول المتقدمة، وهي تلك الدول التي تتمتع بتقدم تكنولوجي وفن إنتاجي عالي بالمقارنة بالدول النامية، والتي في الغالب تعد هي الدول المضيفة، ومن ثم فإن تحركات رؤوس الأموال قد يترتب عليها ارتفاع النمو الاقتصادي في الدول المستقبلة؛ ولعل ذلك يرجع إلى أن الفن الإنتاجي والتقدم التكنولوجي يؤدي إلى مزيد من التخصيص الأمثل للموارد، وكذلك ارتفاع الإنتاج، وارتفاع المهارات ورأس المال البشري، ومن احتمالية التأثير الإيجابي في معدل النمو الاقتصادي(١).

ولعل التفسير النظري لهذا الأثر في ارتفاع التقدم الفني، واستخدام التكنولوجيا الحديثة سيترتب عليه زيادة الكفاءة في استخدام الموارد، وزيادة خلق

= -Ayanwale. A. B (2003), **" FDI And Economic Growth: Evidence From Nigeria"**, African Economics Research Consortium, Nairobi, PP 3-7

- Katerina. L. and Others (2004), **"Foreign Direct Investments and Economic Growth In Transition Economics"**, South Eastern Europen Journal Of Economics, PP 97-102.

(1) Compass. N. and Kinoshito.Y (2002), **" Foreign Direct Investment as Technology Transfer: Some Panel Evidence From Transition Economics"**, William Davidson Institution, Working Paper No 438, PP 2-5.

السلع والخدمات الجديدة، والتي تتلاءم مع المعايير الدولية؛ الأمر الذي سيترتب عليه **انتقال منحنى إمكانيات الإنتاج** إلى الخارج جهة اليمين، الأمر الذي يشير إلى ارتفاع النمو الاقتصادي في البلد المستقبل(١).

٢/٣/٣/٢ تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على ميزان المدفوعات.

من أهم المنافع الاقتصادية التي تتولد عن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر؛ المساهمة في علاج الخلل في ميزان المدفوعات، ويتحقق ذلك الأثر عن طريق جانبين(٢):

- يتمثل **الجانب الأول** في تدفقات رؤوس الأموال؛ والتي يترتب عليها المساهمة في علاج العجز في ميزان المعاملات الرأسمالية.
- فيما يتمثل **الجانب الثاني** في العجز في الميزان التجاري؛ حيث القدرة المتميزة لمشروعات الاستثمار الأجنبي على التصدير إلى الخارج، والتحقيق الأمثل لإستراتيجية التوجه الخارجي؛ حيث إن مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر لديها القدرة الفعالة على العمل مع المزيج التسويقي؛ من حيث الإنتاج الملائم مع العالم الخارجي، بجانب كافة العوامل الأخرى مثل الترويج، والتوزيع والتي تكتسبها من خبرتها الدولية، على الجانب الآخر تفيد مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر في تلبية حاجة السوق المحلي من السلع التي يحتاجها من الخارج، ومن ثم تقليل الواردات.

٣/٣/٣/٢ تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على الدخل القومي.

يلعب الاستثمار الأجنبي المباشر تأثيرًا في غاية الأهمية على الدخل القومي في الدول المضيفة (١)، ويتحقق ذلك الأثر في جانبين:

---

(1) Chacholiadies. M (1990),**" International Economic"**, Mcgraw-HILL International Edition, PP16-18.

(2) See: Dondeti. R. and Mohanty. B (2007), **"Impact Of Foreign Direct Investment On The Gross Domestic Product, Export, And Import Of Four Asian Countries"**, Delhi Business Review& Vol. 8 No. 1, PP 2-3.

- **الجانب المباشر**: ويتمثل ذلك الأثر في فكرة اقتناء مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر لأصول الاقتصاد الحقيقي، والتي يترتب على حسن استغلالها زيادة القيمة المضافة للسلع والخدمات، كذلك مما يترتب على تلك المشروعات من رفع الإنتاجية الحدية للعمالة؛ مما يولد تأثيرًا إيجابيًا على الدخل القومي.
- **الجانب غير المباشر**: ويتمثل ذلك الجانب في نجاح المشروعات المحلية من محاكاة المشروعات الأجنبية؛ مما سيترتب عليه أيضًا زيادة القيمة المضافة للسلع والخدمات في اقتصاد الدولة المستقبلة من جانب الشركات المحلية [٢].

٢/٣/٣/٤ تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على العمالة، ومعدل الأجور، وشروط العمل في الدول المضيفة.

من المتغيرات الاقتصادية التي تتأثر بالاستثمار الأجنبي المباشر؛ التأثير على العمالة سواء على العدد، أو الإنتاجية أو شروط العمل في الدولة المضيفة وذلك على النحو التالي:

---

(1) See:

- Eduardo. O (2006), **"Importance Of FDI In The Developing Of Emerging Countries APPlication To Colombia And PhiliPPinges"**, Centro De Estudios, P 7.
- Aitken. B, and Harrison. A (June 1999), **"Do Domestic Firms Benefits from Direct Foreign Investment? Evidence From Venzuela"**, The American Economic Review, PP 605-609.
- Palmade. V. and Anayiotas. A (2004), **" FDI Trends: Looking Beyond the Current Gloom in Developing Countries"**, the World Bank Group, PP 1-5.

(2) See:

- Lim. E. G (2001), **"Determinants Of, And the Relation between Foreign Direct Investments and Growth: A Summary of the Recent Literature"**, IMF, Working Paper No. 175, P 2.

يؤثر الاستثمار الأجنبي المباشر بشكل إيجابي على العمالة في الدول المضيفة؛ ويتمثل هذا الأثر في عدد الوظائف التي يخلقها الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المستقبلة، وفي هذا الشأن قدرت أحد الدراسات الاقتصادية أن الاستثمار الأجنبي المباشر عن طريق الشركات متعددة الجنسيات؛ يمثل ما يقرب من ٣٧ مليون وظيفة حول العالم؛ أي ما يقرب من ٣% من إجمالي قوة العمل على مستوى العالم(١).

ولعل التفسير النظري لتأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على حجم العمالة في الدول المضيفة؛ خاصة عن طريق الشركات المتعددة الجنسيات، ترجع في الأساس إلى الهدف من إنشاء مشاريع الاستثمار الأجنبي، والتي ترتبط بدورة حياة المنتج؛ حيث تحول تقنية الإنتاج من كثيف رأس المال في المراحل الأولى لنمو المنتج إلى كثيف العمل، مع زيادة الطلب على المنتج، وسعي رؤوس أموال الاستثمار الأجنبي المباشر من الاستفادة من المزايا النسبية للدول المختلفة، والتي من أهمها انخفاض معدل الأجر فيها.

يترتب على ذلك انتقال رؤوس الأموال إلى هذه الدول، ومن ثم زيادة الطلب على العمالة؛ لاسيما في الدول النامية، والتي تعد العمالة الرخيصة لديها من أهم المحددات الداخلية لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر، كما أشار تقرير منظمة التعاون الاقتصادي *OECD* في هذا الشأن أن غالبية تدفقات رؤوس

---

(1) See:

- OECD (June 2008), **"The Impact Of Foreign Direct Investment On Wages And Working Conditions"**, OECD Conference Center, Paris, Franca, PP 23-24.
- Vahter. R (2004), **" The Effect Of Foreign Direct Investment On The Labour Productivity: Evidence From Estonia And Slovenia"**, University Of Tratu, PP 5-9.
- Kien. P (2008), **" The Impact Of Foreign Direct Investment On The Labor Productivity In Host Countries: The Case Of Vietnam"**, VDF Working Paper Series, Vietnam Development Foum, PP 5-14.

الأموال تجاه الدول النامية تكون لاستغلال هذه الميزة، حيث كونها تتجه تجاه الصناعات كثيفة العمل.

على الجانب الآخر من أهم الآثار الاقتصادية على العمالة؛ تتمثل تحسين مستوى إنتاجية العامل، ويتضح ذلك إما عن طريق التكنولوجيا الحديثة المستخدمة، أو عن طريق الأساليب الإدارية المتطورة المستخدمة في الإنتاج، هذا و يؤثر الاستثمار الأجنبي المباشر على معدل الأجور، وكذلك على شروط العمل في الدول المضيفة ويتمثل ذلك في اتجاهين: اتجاه مباشر، و اتجاه غير مباشر:

- **الاتجاه المباشر:** وهو ذلك الاتجاه الناتج عن نشاط المستثمرين الأجانب ذاتهم.
- **الإتجاه غير المباشر:** وهو ناتج عن طريق المحاكاة من قبل الشركات المحلية للشركات الأجنبية.

٤/٣/٢ محددات الاستثمار الأجنبي المباشر:

ركز المبحث الثاني على الإطار النظري للاستثمار الأجنبي المباشر، والذي هدف إلى عرض تفسير نظرية الاقتصاد الدولي للاستثمار الأجنبي المباشر، والجزء المتناول الآن أهم المتغيرات الاقتصادية، والتي يكون لها تأثيرًا على الاستثمار الأجنبي المباشر في ضوء الدراسات الاقتصادية التطبيقية لمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر، ومن ثم فإن محددات الاستثمار الأجنبي المباشر، أو العوامل التي قد يكون لها تأثيرًا عليه وفق أنواعه السابق ذكرها هي التطبيق العملي للنظرية الاقتصادية.

نجد هنا تعددًا لتصنيفات محددات الاستثمار الأجنبي المباشر، فتنقسم إلى عوامل داخلية، وعوامل خارجية، أما **النوع الأول** فيشير إلى مجموعة العوامل الاقتصادية، والتي قد يكون لها تأثيرًا على مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر من قبل الدولة المستقبلة، أو المضيفة، وعلى صعيد **النوع الثاني** فيمثل المحددات الخارجية فتشير إلى مجموعة المتغيرات الاقتصادية، وغير الاقتصادية، والتي قد يكون لها تأثيرًا على الاستثمار الأجنبي المباشر من جانب المستثمر الأجنبي، أو الكيانات مالكة رؤوس الأموال المتدفقة بهدف اقتناء الأصول العينية في الدولة المضيفة.

هذا بالإضافة إلى إنه من الممكن تقسيم محددات الاستثمار الأجنبي إلى: **عوامل إيجابية** ذات علاقة طردية في تأثيرها على الاستثمار الأجنبي المباشر، **وعوامل سلبية** لها أثر عكسي على الاستثمار الأجنبي المباشر، كذلك من الممكن تصنيف الاستثمار الأجنبي المباشر حسب نوعية المتغير محل الدراسة.

وعلى الجانب الآخر تنقسم المحددات ذات التأثير على الاستثمار الأجنبي المباشر إلى نوعين من المحددات: يعرف **النوع الأول**: على أنه المحددات التقليدية ومن الممكن تعريفها على أنها مجموعة العوامل الاقتصادية، والتي تؤثر على تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة وتتماشى مع الفكر النظري لتفسير الاستثمارات الأجنبية في القطاع الحقيقي، **والنوع الآخر** من المحددات: يعرف على أنه المحددات الغير تقليدية وهي مجموعة من العوامل ليست اقتصادية، ولكن لها تأثير على الاستثمار الأجنبي المباشر.

حيث إنه على الرغم من أن للعوامل الاقتصادية تأثيرًا على الاستثمارات الأجنبية المباشرة سواء القائمة أو المتدفقة، إلا أن العديد من الدراسات الاقتصادية قد أثبتت أن للعوامل غير تقليدية تأثيرًا أكبر على الاستثمارات الأجنبية المباشرة من العوامل التقليدية، ومن ثم أصبحت المحددات الغير تقليدية تمثل المحددات الأكثر تأثيرًا على الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

٢/٣/٤/١ المحددات التقليدية للاستثمار الأجنبي المباشر:

تتناول الدراسة في الجزء اللاحق المحددات التقليدية للاستثمار الأجنبي المباشر، والتي تعرف بأنها مجموعة المتغيرات الاقتصادية والتي يكون لها تأثير على تدفقات الاستثمار الأجنبي من تجاه، أو على الجانب الآخر تحقيق الاستقرار لمشروعات الاستثمار الأجنبي القائمة، وذلك كما سيلي بيانه:

٢/٣/٤/١/١ حجم السوق والاستثمار الأجنبي المباشر:

من أهم المحددات الاقتصادية، والتي لها تأثير على مشروعات الاستثمار الأجنبي حجم السوق؛ حيث أوضحت في هذا الشأن العديد من

الدراسات الاقتصادية دور حجم السوق الإيجابي في التأثير على الاستثمار الأجنبي المباشر، متناوله في ذلك أنواعه المختلفة ذات العلاقة بحجم السوق[1].

وحجم السوق يعد مؤشرًا عامًا للاستثمار الأجنبي المباشر، حيث إن السوق يتكون من مجموعة من المتغيرات الأخرى لعل أهمها معدل نمو السوق المحلي (أي معدل نمو العرض والطلب في السوق المحلي)، ومدى توافر الموارد الاقتصادية، والميل الحدي لاستهلاك الأفراد، ومدى قابليتهم للتأقلم مع التكنولوجيا والمعرفة الحديثة، ومن أهم المتغيرات الاقتصادية والتي تستخدم في التعبير على حجم السوق الناتج المحلي الإجمالي بالإضافة إلى معدل النمو في السكان.

وتتمثل العلاقة الموجبة في تأثير حجم السوق على الاستثمار الأجنبي المباشر؛ كما يتضح مما يلي:

- فمن حيث حجم السوق بوجه عام يعتبر كبر حجم السوق بيئة ملائمة لاستقرار مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر القائمة، على الجانب الآخر بيئة مناسبة لجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية تجاه أصول الاقتصاد العيني في الدول التي تتمتع بحجم ملائم للسوق.
- هذا بجانب ما أوضحته الدراسات التطبيقية في هذا الشأن أن كبر حجم السوق يكون ملائمًا لأنواع الاستثمارات المختلفة، فمن حيث الاستثمار السوقي، أو الموجه إلى السوق والذي يعرف أيضًا بالاستثمار الأفقي، يكون كبر حجم السوق ملائمًا له من حيث معدل النمو المرتفع سواء في السكان، ولاسيما في الطلب بوجه عام، هذا بالإضافة إلى أن حجم السوق يكون مناسبًا أيضًا الاستثمارات الرأسية، والتي تهدف إلى تكوين روابط أمامية، أو خلفية في البلد المضيفة، ومن ثم فإن كبر حجم السوق يكون ملائمًا لها سواء من حيث معدل النمو المرتفع في الطلب، والذي

---

(1) Lim. E.G (2001), " Determinants Of, And the Relation Between Foreign Direct Investments And Growth: A Summary Of The Recent Literature", **Op-Cit,** P 12.

يسمح بتكوين مشروعات الاستثمار الأجنبي الرأسية الأمامية، أو سوق ملائم للاستثمارات الخلفية، وذلك من حيث وفرة الموارد الاقتصادية.

٢/٣/٤/١/٢ استقرار الاقتصاد الكلي والاستثمار الأجنبي المباشر:

من العوامل الاقتصادية ذات التأثير على الاستثمار الأجنبي المباشر هي: الاستقرار الاقتصادي للمتغيرات الماكرواقتصادية ***(Macroeconomic Variables)***، والتي تدور في فلك استقرار الأسعار، والتضخم، والسياسات الضريبية، وهذا يتم عن طريق استقرار السياسات المالية والسياسات النقدية وذلك كما يلي توضيحه[(١)].

- **السياسات النقدية (التضخم):**

تهدف السياسة النقدية إلى تحقيق الاستقرار في معدلات التضخم، واستقرار الأسعار؛ حيث قد تعتبر معدلات التضخم المرتفعة ذات علاقة عكسية، والاستثمار الأجنبي المباشر، وفي هذا الشأن فقد أوضحت العديد من الدراسات الاقتصادية أن معدل التضخم المنخفض، يزيد من جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وتحقيق الاستقرار لمشروعات الاستثمار الأجنبي القائمة.

ولعل التفسير الاقتصادي لأثر التضخم على الاستثمار الأجنبي المباشر؛ يتمثل في جانبين، يتمثل **الجانب الأول:** في ارتفاع القيمة النقدية لأصول

---

(1) See:

- Compass. N. F. and Kinoshito.Y (2002), "Foreign Direct Investment And Structural Reforms: Evidence From Eastern Europe And Latin America", **Op-Cit,** P 16
- Razafimahefa. I. and Hamori. S (2005), **"An Empirical Analysis Of FDI Competitiveness In Sub–Saharan Africa And Developing Countries."** Economics Bulletin, Vol. 6, No. 20.
  URL: Http://Www.Economicsbulletin.Com /2005/Volume6/ EB-05F 40005A.Pdf
- Jimmy. J (2006), **" FDI Statistics: A Critical Review and Policy Implication"**, World Association of Investment Promotion Agency, (WAIPA), Geneva, P 6.

الاقتصاد العيني المرغوب في اقتنائها مقابل القيمة الحقيقية لها، ومن حيث **الجانب الثاني**: فإن ارتفاع معدلات التضخم تعمل على تآكل أرباح مشروعات الاستثمار الأجنبي، كما أنها تخلق حالة من عدم الاستقرار، وعدم التأكد خلال الأجل الطويل، ومن ثم تتنافي أحد أهم محددات الاستثمار الأجنبي في ضرورة استمرار العائد في الأجل الطويل.

ويحدث الاستقرار في السياسة النقدية بالتحكم في المعروض النقدي ومعدل الفائدة لتحقيق الاستقرار في معدلات التضخم والاستقرار في المستوى العام للأسعار.

- **السياسات المالية:**

يعتبر استقرار السياسات المالية من العوامل التي يترتب عليها جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية سواء المباشرة، أو غير المباشرة؛ حيث أوضحت الدراسات التطبيقية في هذا الشأن أن استقرار السياسات المالية يخلق الاستقرار للاستثمارات الأجنبية المباشرة؛ حيث التضارب في السياسات المالية يخلق مناخاً غير جاذب للاستثمارات الأجنبية، ومناخ غير مستقر للاستثمارات القائمة، حيث يخلق حالة من عدم التأكد حول مستقبل العائد من الاستثمارات الأجنبية؛ لاسيما في الأجل الطويل، خاصة السياسات الخاصة بالضرائب(١).

٢/٣/٤/١/٣ التحرير التجاري والاستثمار الأجنبي المباشر:

يعرف التحرير التجاري بأنه إزالة كافة القيود التجارية على تدفقات السلع والخدمات في المجرى العالمي للتجارة الدولية. ومن ثم فإن التساؤل يشير إلى أي مدي يؤدي التحرير التجاري من عدمه إلى التأثير على الاستثمار الأجنبي المباشر، وفي هذا الشأن أوضحت الدراسات التطبيقية أن العلاقة ما بين التحرير التجاري، والاستثمار الأجنبي المباشر غير واضحة المعالم؛ حيث إنه ليس من الممكن التأكيد على أنها علاقة طردية أو عكسية.

---

(1) For more See:

- Biggs. P (2007), **"Tax Incentive Attract FDI"**, Meeting of Experts on FDI, Technology and Competitiveness, UNCTAD, Geneva.

ولعل ذلك يرجع في الأساس كما أشرنا في بداية المبحث إلى اختلاف أنواع الاستثمار الأجنبي المباشر، ومن ثم اختلاف تأثير المتغيرات الاقتصادية المستقلة عليها.

وعلى هذا الأساس فوفق الاختلاف في أنواع الاستثمار الأجنبي المباشر تختلف العلاقة ما بين التحرير التجاري، والاستثمار الأجنبي؛ حيث تكون العلاقة عكسية والاستثمار الراغب في السوق أو الاستثمار الأفقي، حيث التحرير التجاري سيترتب عليه المزيد من المنافسة من قبل كيانات اقتصادية أخرى عن طريق إزالة القيود، وما يترتب عليها من انفتاح السوق المحلي أمام العالم الخارجي.

وهناك علاقة طردية ما بين التحرير التجاري، والاستثمار الرأسي بنوعيه؛ وذلك لاستغلال حرية المبادلات التجارية في إدخال، وإخراج المدخلات، والمخرجات وفق التعامل مع الدول الأخرى، لاسيما التي تدخل في علاقات تجارية أو تكتل اقتصادي مع الدولة المضيفة.

٢/٣/٤/١/٤ برامج الخصخصة والاستثمار الأجنبي المباشر:

بوجه عام تعرف الخصخصة على أنها نقل الملكية من القطاع العام، أو الإدارة الحكومية إلى القطاع الخاص، ولمزيد من التحديد لمفهوم الخصخصة حتى يتم الربط بينها، وبين الاستثمار الأجنبي المباشر بشكل سليم؛ نوضح مفهوم الخصخصة وفق مجموعة المفاهيم التي قام بوضعها معهد فلوريدا على النحو التالي[١]:

- الخصخصة هي العمل على تشجيع القطاع الخاص على تقديم الخدمات، والتسهيلات، والتي كانت أحد مهام الحكومة من قبل.
- تعرف الخصخصة على أنها تحويل سيطرة الحكومة على الأصول الاقتصادية في الاقتصاد المحلي، وتحويلها إلى القطاع الخاص، وذلك عن طريق نقل الملكية، أو منح الإدارة إلى القطاع الخاص.

---

(1) Biggs. P (2007), **"Tax Incentive Attract FDI"**, Meeting of Experts on FDI, Technology and Competitiveness, UNCTAD, Geneva, PP 5-8.

- كذلك من الممكن توضيحها على أن الخصخصة؛ اعتماد الحكومة على القطاع الخاص في تقديم وإدارة السلع والخدمات العامة في الاقتصـــاد المحلي.

هذا فقد أوضحت إحدى الدراسات عن الاستثمار الأجنبي المباشر أن نظام الخصخصة يشير إلى نقل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص؛ بفرض عدم كفاءة القطاع العام في إدارة الأصول الاقتصادية(1).

ووفق العرض السابق تتضح معالم العلاقة ما بين الخصخصة، والاستثمار الأجنبي المباشر، وذلك على أساس أن الخصخصة تعمل على زيادة دور القطاع الخاص، وملكية الأصول الاقتصادية لأطراف غير الحكومة، ومن ثم من الممكن خلق بيئة مواتية للاستثمار الأجنبي المباشر، وكما أشارت دراسة Kalotay. K. and Hunya. G (2000) التطبيقية التي أعدت على برامج الخصخصة في دول شرق أوروبا أوضحت أن العلاقة موجبة ما بين برنامج الخصخصة، وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر(٢).

٢/٤/٣/٢ المحددات غير التقليدية للاستثمار الأجنبي المباشر:

من المحددات الاقتصادية والتي لها تأثير على مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر سواء الحالية، أو المرتقبة النظام المؤسسي للدول المضيفة بجانب مجموعة المخاطر السياسية التي قد يواجهها المستثمر الأجنبي في الدولة المضيفة(٣).

---

(1) جمال عطية (٢٠٠٢)، " **تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي: دراسة تطبيقية على الاقتصاد المصري**"، رسالة دكتوراه، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، ص ١٠٥.

(2) Kalotay. K. and Hunya. G (2000), **" Privatization And FDI In Central And Eastern Europe"**, Transnational Corporation, Vol. 9 No. 1, PP 39-44

(3) For more See:
- Pike. R. and Neale. B (2003), "Corporate Finance And Investments: Decision And Strategies", **Op-Cit,** PP 264-265 .=

والمفهوم الاقتصادي لذلك النوع من أنواع المحددات غير الاقتصادية يتمثل في المخاطر، أو التكاليف غير الاقتصادية، والتي تنتج من عدم التعامل في المبادلات الخاصة بالعملية الإنتاجية سواء كمخرجات، أو كمدخلات، ومن ثم فهي كافة العوامل التي يترتب عليها تكاليف غير ناتجة عن نشاط المنشأة.

فمن حيث النظام المؤسسي تتأثر مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر القائمة، أو المستهدفة بالنظام المؤسسي لأي دولة، وذلك عن طريق العلاقة المباشرة ما بين المشروع، والإجراءات النظامية للدولة، وهذه العلاقة قد يترتب عليها في بعض الأحيان تكاليف غير اقتصادية للمشروع، والتي تتولد من عدم كفاءة أجهزة الدولة ذات الشأن.

وتعد من أهم الأمثلة على ذلك الرشوة، والبيروقراطية؛ والتي يترتب عليها ضياع الوقت، هذا بالإضافة إلى عدم الشفافية في قرارات بعض الهيئات ذات الشأن في التعامل مع مشاريع الاستثمار الأجنبي المباشر، وفي هذا الشأن أوضحت العديد من الدراسات أن كفاءة النظام المؤسسي تلعب دورًا في غاية الأهمية في جذب وتحقيق الاستقرار لمشروعات الاستثمار الأجنبي.

على الجانب الآخر تعد المخاطر السياسية ذات علاقة عكسية مع تدفقات رؤوس الأموال بهدف الاستثمار الأجنبي المباشر، والمخاطر السياسية هي مجموعة المخاطر التي تنشأ من قبل صناع القرار السياسي، والتي قد تخلق مناخًا غير جاذبًا للاستثمار الأجنبي المباشر، أو يتولد عنها حالة من عدم التأكد حول مستقبل الاستثمارات الأجنبية العينية في الاقتصاد المحلي، ومن أهم الأمثلة الخاصة بالمخاطر السياسية:

- مخاطر التحكم في معدلات الصرف الأجنبي؛ حيث التحكم المطلق للنظام السياسي للدولة المضيفة للاستثمار الأجنبي المباشر يخلق حالة من عدم التأكد حول مستقبل معدلات الصرف، ومن إمكانية التأثير على أرباح مشروعات الاستثمار الأجنبي؛ لاسيما المحولة للخارج.

= - Compass. N. and Kinoshito. Y (2002), "Foreign Direct Investment and Structural Reforms: Evidence from Eastern Europe and Latin America", Op-Cit, PP 9-10, PP 14-15.

- القيود الحكومية على تسجيل الشركات الأجنبية.
- القيود على إجراءات الاقتراض المحلي.
- سياسات التمييز الضريبي ما بين الشركات المحلية، والشركات الأجنبية، وبذلك تمنح ميزة للشركات المحلية عن الشركات الأجنبية مما تؤثر على الموقف الاقتصادي للشركة.
- فرض القيود على الواردات، والتي عرفت في اتفاقيات منظمة التجارة العالمية على أنها إجراءات الاستثمار المرتبطة بالتجارة، والتي يترتب عليها تقييد حرية المشروع الأجنبي في استيراد السلع الضرورية له مما يترتب عليه الحد من قدرة المشروع على الاستفادة من مزاياه التنافسية.
- التأميم والإجراءات الخاصة بتجريد الملكية.
- وضع القيود على الاستثمار في القطاعات الهامة ذات الأهمية الاستراتيجية للدول.

٢/٤ الاستثمار الأجنبي غير المباشر(الاستثمار في محفظة الأوراق المالية):

يعتني هذا الجزء من الدراسة بتناول تدفقات رؤوس الأموال على الصعيد الدولي بهدف الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، أو الاستثمار في محفظة الأوراق المالية، وذلك بتناول المفهوم الاقتصادي للاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، والإطار النظري المفسر لها، وأهم أنواعها، مع توضيح الأهمية الاقتصادية لهذا النوع من أنواع الاستثمارات الأجنبية بالنسبة للدول المضيفة.

٢/٤/١ مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر:

من خلال استقراء الكتابات الاقتصادية عن الاستثمار الأجنبي غير المباشر، تضع الدراسة المفاهيم التالية له، مع تحديد سبب التسمية؛ سواء لكونه تدفقًا غير مباشر، أو لكونه استثمارًا لغير المقيمين في محافظ الأوراق المالية في أسواق المال الأجنبية[١].

---

(1) See:

- Biggs. P (2007), **"Tax Incentive Attract FDI"**, Meeting of Experts on FDI, Technology and Competitiveness, UNCTAD, Geneva.

فيعرف الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أنه تحركات رؤوس الأموال من المقيمين في دولة أجنبية إلى أصول الاقتصاد المالي، أو الأصول المالية في دولة أخرى.

ويعرف أيضا الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أنه الاستثمار الدولي في محفظة الأوراق المالية؛ إما بهدف تحقيق الربح أو تنويع وتغطية المخاطر.

ومن الجدير بالذكر في هذا الشأن أن أساس التفرقة ما بين الاستثمار الأجنبي المباشر، والاستثمار في محفظة الأوراق المالية؛ يتمثل في إدارة الأصول محل الاستثمار، وكذلك نسبة المشاركة في حيازة الأصول، حيث أنها ذا ارتفعت نسبة امتلاك المستثمر الأجنبي، أو غير المقيم للأسهم المدرجة لأحد الشركات عن النسبة المحددة من قبل صندوق النقد الدولي، ومنظمة التعاون الاقتصادي؛ سيترتب عليها أحقية إدارة الأصول، ومن ثم نكون بصدد تحليل استثمار أجنبي مباشر، بالرغم من حيازة المستثمر لأصول مالية، أي أن حيازة الأصل المالي بشكل يترتب عليه التأثير في إدارة الأصول الحقيقية.

٢/٤/٢ مفهوم وخصائص الأصول المالية:

تهتم الدراسة في هذه الجزئية منها بعرض خصائص الأصول المالية، وذلك على أساس أن فهم طبيعة هذه الأصول يوضح الرؤية حول تدفقات الاستثمارات الأجنبية الغير مباشرة، وذلك على النحو التالي.

مفهوم الأصول المالية:

تعرف الأصول المالية على أنها صكوك ورقية تعبر عن التزام الأطراف المصدرة لها، وتتولد منافعها من أداء أطراف أخرى؛ هي في الغالب الأصول الحقيقية، ومن ثم فإن الأصل المالي ما هو إلا انعكاس للأصل الحقيقي، يصدر بهدف خلق منافع مستقبلية(١).

---

(1) Borschette. A (November 2005), "Tax Treatment Of Financial Assets", Common Conciliated Corporate Tax Base Working Group, EUROPEAN COMMISION.

خصائص الأصول المالية:

تتميز وتتباين الأصول المالية فيما بينها بمجموعة من السمات الأساسية، والتي تعد في ذاتها من أسباب انتقالات رؤوس الأموال بهدف الاستثمار في محفظة الأوراق المالية، وهي كالتالي:

- ☒ الخاصية الأولى هي الوساطة النقدية، والتي تشير إلى إمكانية استخدام الأصول المالية كوسيط في المعاملات، وفي هذا الشأن تنقسم الأصول المالية إلى الأصول النقدية والأصول شبه النقدية؛ ومن أمثلة النوع الأول: العملات النقدية، والحسابات المصرفية، والتي تتسم بسهولة استخدامها في الوساطة النقدية، أما النوع الآخر: شبه النقدي: فهي أذون الخزانة أو السندات الحكومية والتي تتسم أيضًا بسهولة تسييلها.
- ☒ تتباين الأصول المالية أيضًا فيما بينها؛ من حيث قابلية بعض الأصول المالية إلى التجزئة، فالحسابات الجارية، والعملات النقدية من الممكن تجزئتها بسهولة، هذا ويوجد أصول يصعب تجزئتها؛ مثل: الأسهم، والسندات، والتي تصدر بسعر محدد لا يمكن تجزئته.
- ☒ ومن حيث أجل الاستحقاق تختلف الأصول المالية فيما بينها؛ حيث هناك أصول مالية محددة أجل الاستحقاق وأصول مالية غير محددة الأجل، فالحسابات المصرفية، والأسهم العادية، والأسهم الممتازة غير محددة أجل الاستحقاق؛ أي أنها تمثل سيولة متاحة، أما الأصول المالية المحددة الأجل مثل السندات. وذلك مع مراعاة أن هناك عوامل أخرى في هذا الشأن في التأثير على الأصول المالية غير محددة أجل الاستحقاق؛ مثل تعرض الطرف المصدر للصك المالي للإفلاس مثلاً.
- ☒ تتباين الأصول المالية فيما بينها؛ من حيث إمكانية التحويل، حيث تتميز بعض الأصول المالية من إمكانية تحويلها من صورتها إلى صورة مالية أخرى؛ ومثال على ذلك إمكانية تحويل الأسهم الممتازة إلى الأسهم العادية.
- ☒ تتباين الأصول المالية من حيث العملة المستخدمة؛ حيث إن السواد الأعظم من الأصول تصدر بعملة واحدة، وعلى الجانب الآخر تصدر

بعض الأصول المالية الأخرى بعملتين؛ واحدة: لسداد الفوائد، والأخرى: لسداد المستحق، ويعرف هذا النوع بالأصول المالية المزدوجة.

ومن العرض السابق ومن التنوع في خصائص الأصول المالية؛ تمثل حاجة لدى المستثمرين بهدف تنويع محافظ أوراقهم المالية، والاستفادة من التباين على مستوى أسواق المال الدولية لتلبية احتياجاتهم المختلفة، سواء من حيث الاختلاف في معدلات الصرف، أو معدلات الفائدة، و تغطية المواقف المكشوفة في المعاملات المالية سواء بهدف تمويل التجارة، أو تمويل الاستثمار، أو المضاربة، أو الاستفادة من مزايا الأسواق المالية الآخذة في النمو ***The Emerging Markets***.

٣/٤/٢ أنواع الاستثمارات الأجنبية في محفظة الأوراق المالية:

ينقسم الاستثمار الأجنبي من قبل المقيمين في الدول الأجنبية في محفظة الأوراق المالية إلى الاستثمار المباشر، والاستثمار غير المباشر. كما يلي الإشارة إليه[١]:

١/٣/٤/٢ الاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية غير المباشر:

وفيه يقوم المستثمر الأجنبي بإيداع رأس ماله إلى وسيط مالي، يعمل على استثمار هذه الأموال في الأصول المالية، ومثال على ذلك: صناديق التوفير، وصناديق الاستثمار. والتي يعاد استثمارها من قبل البنوك التجارية، أو البنوك الاستثمارية.

أي أن الاستثمار يتم عن طريق أطراف وسيطة للأصول المالية، ومن ثم فأنها تمثل التزامًا على أطراف أخرى في إدارة محفظة الأوراق المالية، ولا يتدخل المستثمر في تكوين المحفظة وإدارتها بشكل مباشر.

٢/٣/٤/٢ الاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية المباشر:

وعلى النقيض من النوع المذكور عالية، يعرف هذا النوع على أنه قيام المستثمر الأجنبي بشراء الأصول المالية وإعادة تدويرها بذاته، مع مراعاة أن الأطراف الوسيطة في هذا الشأن هي الكيانات الخاصة بإتمام الصفقات؛ مثل:

---

(1) Reilly. F. K. and Norton. E.A (2007), "Investments", **Op-Cit**, P12.

شركات السمسرة، أما تكوين محفظة الأوراق المالية وإدارتها فيأتي بشكل كامل من قبل المستثمر الأجنبي.

٢/٤/٤ الإطار النظري لتدفقات رؤوس الأموال بهدف الاستثمار الأجنبي غير المباشر:

تهدف الوريقات التالية إلى وضع الإطار العام، والتفسير الاقتصادي للاستثمار الأجنبي غير المباشر، أو الاستثمار في محفظة الأوراق.

ويعد الأساس الاقتصادي لنظرية محفظة الأوراق المالية؛ هي المقابلة ما بين معدلات العائدة المتوقعة على الأصل المالي، والمخاطر المدركة على الأصل خلال نفس فترة الاقتناء، وعلى هذا الأساس تقوم النظرية بتفسير معدلات العائد المتوقعة على اقتناء الأصل المالي، وكذلك المخاطر المدركة على الأصل، ثم المقابلة مابين العوائد، والمخاطر(١). كما سيلي إيضاحه:

٢/٤/٤/١ نظرية معدلات العائد المتوقعة:

وفق مفهوم محفظة الأوراق المالية يكون المحدد الأساسي لانتقال رؤوس الأموال بهدف الاستثمار الأجنبي غير المباشر وفق معدل العائد المتوقع خلال مدة حيازة الأصل، ومن ثم فإذا كان معدل العائد في الدولة (أ) أعلى من

---

(1) See:

- Nawrocki. D (1997), **<u>" Capital Market Theory: IS It Relevant To Practitioners?"</u>** College Of Commerce and Finance, Villanova USA, PP 1-5.
- Batram. S. M. and Dufey. G (2001), **<u>" International Portfolio Investment: Theory, Evidence, And Institutional Formwork",</u>** SSRN, 2001, PP 5-8
- Salvatore. D (2001), " International Economic", **<u>Op-Cit</u>**, PP 185
- Misbkin. F. S (1997), **<u>"The Economics Of Money, Banking And Financial Market"</u>**, Addison – Wesley, Fifth Edition, PP 94-100.
- جون هدسون و مارك هرندر (١٩٨٩)، **" العلاقات الاقتصادية الدولية"**، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، جدة، ص ٣٤١-٣٤٦ .

معدل العائد المتوقع في الدولة (ب) أو هناك فائض للاستثمار، تنتقل على أساسه رؤوس الأموال؛ بهدف اقتناء الأصول المالية في الدولة (أ).

مع العلم أن مفهوم العائد كما سلف الإشارة لا يتضمن معدل الفائدة من وراء الأصل فحسب، ولكن هناك مجموعة من العوامل الأخرى قد تؤثر في ذاتها، أو على الأصل محل الاستثمار غير المباشر؛ مثل السعر السوقي، ومعدلات الفائدة، ومعدلات الصرف الأجنبي، ويوضح العرض التالي مجموعة العوامل التي تتماشى مع نظرية العائد

- <u>الأسعار السوقية:</u> فمن حيث الأسعار السوقية تنشأ الخسارة، أو الكسب الرأسمالي عن طريق التغير في السعر السوقي في الأصل ذاته، فقد يترتب على هذا التغير مكسب رأسمالي، إذا ارتفع سعر الأصل عن سعر الشراء، وقد تحدث خسارة رأسمالية إذا انخفض سعر الأصل عن سعر الشراء، ومن ثم وفق السعر السوقي في نهاية الفترة يتحدد المكسب أو الانخفاض في رأس المال المستثمر في نهاية الفترة.
- <u>**معدلات الصرف الأجنبي:**</u> تلعب معدلات الصرف الأجنبي دورًا بالغ الأهمية في الاستثمار الأجنبي غير المباشر، وذلك من جانبين؛ الجانب الأول: والمتمثل بسعي الأطراف المالية من الاستفادة من الاختلافات من معدلات الصرف على المستوى الدولي؛ حيث توقع ارتفاع قيمة العملة لدولة ما خلال فترة معينة، يولد دافعًا لدى المقيمين في الدول الأخرى نحو اقتناء هذه العملة، ومن ثم تحويل رؤوس أموالهم تجاهها، وبالمثل فإن توقع انخفاض قيمة عملة خلال فترة معينة يولد دافعًا للمستثمر للبحث عن عملة أخرى للحفاظ على قيمة الأصول.

على الجانب الآخر تلعب التغيرات في قيمة العملة تأثيرًا بالغ الأهمية على الأصول المالية الأخرى محل الاستثمار الأجنبي المباشر، والتي يترتب انخفاض، أو ارتفاع في الأصل الرأسمالي خلال فترة حيازة الأصل، فانخفاض قيمة عملة الدولة المستقبلة للاستثمار الأجنبي غير المباشر يترتب عليه ارتفاع تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر الانخفاض قيمة الأصول المحلية مقومة بالعملات الأجنبية الأخرى، على الجانب الآخر يؤدي

التغيرات في معدلات الصرف مما يترتب عليه تأثيرًا على الربح، أو الخسارة الرأسمالية؛ وذلك خلال فترة الاحتفاظ بالأصل، فعلى سبيل المثال: ارتفاع معدل صرف الدولار مقابل اليورو؛ فذلك يترتب عليه انخفاض في قيمة الجنية ومن ثم تأثر المستثمرين حائزي الأصول المالية المقومة بالدولار سلبيًا، والعكس بالنسبة للمستثمرين حائزي الأصول المالية في منطقة اليورو.

- <u>معدلات الفائدة على الأصول المالية</u>: فتعتبر هي الأساس الاقتصادي لتحركات رؤوس الأموال بهدف الاستثمار في محفظة الأوراق المالية، فارتفاع معدل الفائدة في دولة ما يزيد من الطلب على أصولها المالية؛ سواء المباشرة، أو غير المباشرة؛ كما سيلي إيضاحه، ولمزيد من إلقاء الضوء على النظرية الاقتصادية لأسعار الفائدة على المستوى الدولي، والتي سيترتب عليها انتقال رؤوس الأموال، فإن ذلك يتم وفقًا لما يسمى شرط تعادل الفائدة، أو شرط مارشال لندر، ويعتبر هذا الشرط معادلة التوازن التي وفقًا لها يتم تحديد اتجاه الاستثمارات الأجنبية لاسيما على معدلات الفائدة في ضوء التغيرات في معدلات الصرف. ووفق ذلك الشرط فإن الفرق ما بين معدلي الصرف الحاضر، والمتوقع في المستقبل، أو في وقت انتهاء فترة امتلاك الأصل يتساوى مع الفرق ما بين معدلي الفائدة ما بين البلدين، وأساس ذلك إنه بالرغم من اختلاف معدلات الفائدة خلال الفترة المستقبلية إلا أنه لا يترتب على ذلك تحقيق ربح بسبب الاختلافات في معدلات الصرف.

٢/٤/٤/٢ المخاطر المدركة ونظرية التنوع:

من العوامل المؤثرة على تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر: المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر سواء داخل دولته أو في خارجها؛ ويتجسد ذلك في جانبين :

- يتمثل الجانب الأول في المخاطر الاقتصادية، والسياسية، والتي قد يتعرض لها المستثمر داخل دولته مما يضطره إلى توجيه استثمارات محفظة الأوراق المالية إلى الخارج، أو ذاتها في البلد التي يستثمر فيها،

ومن ثم التأثير على توجهات محفظة الأوراق المالية من حيث كونها تدفع المستثمر إلى تفضيل الاحتفاظ، أو الحصول على أصول أقل عائد من امتلاك أصول ذات مخاطر عالية. ومن أهم أنواع تلك المخاطر عدم التزام مصدر الأصل بالتزاماته، بجانب المخاطر حول التغيرات في معدلات الصرف، والتي قد يترتب عليها خسارة رأسمالية بالإضافة إلى المخاطر السياسية.

- يتأثر الاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية برغبة المستثمر في تنويع المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر في تكوين محفظة الأوراق المالية، ومن ثم فمن الأنسب للمستثمر بتنويع محفظة الأوراق المالية الخاصة على مستوى الأسواق المالية العالمية، حيث خسارة أو هبوط أو كساد سوق، أو تعرضه لأزمة لا يترتب عليها ضياع محفظة الأوراق المالية بالكامل للمستثمر.

٢/٤/٤/٣ المقابلة مابين العائد والمخاطرة:

وفي هذا الشأن يعمل المستثمر على توجيه محفظة الأوراق المالية إلى أسواق المال العالمية عن طريق العمل على المقابلة ما بين العائد المحقق، والمتوقع والمخاطرة التي من الممكن أن تتحقق نتيجة حيازة هذا الأصل؛ ومن ثم توجيه الاستثمارات الغير مباشرة على مستوى الأسواق المالية العالمية. ومن ثم فارتفاع معدل المخاطرة لابد وأن يترتب عليه عائد مرتفع، والعكس ملائم في التفسير.

٢/٤/٥ الأهمية الاقتصادية للاستثمار الأجنبي غير المباشر للدولة المضيفة:

يحتل الاستثمار في محفظة الأوراق المالية أهمية اقتصادية للدول المستقبلة له، وذلك على النحو التالي[١]:

---

(1) See:

- Evants. K (5-6 December 2005), **"Foreign Portfolio and Direct Investment: Complementarity, Differences and Integrations"**, Global Forum of International Investments, OECD, Shanghai, P2.=

٢/٤/٥/١ خلق وزيادة السيولة في سوق المال:

أشرنا سلفًا إنه من أهم الخصائص الاقتصادية للأصول المالية، والتي تتباين فيما بينها هي القدرة العالية لتسييل هذه الأصول بالمقارنة بالأصول العينية، وفي هذا الشأن فإن من أهم المزايا الاقتصادية للاستثمار في محفظة الأوراق المالية زيادة درجة السيولة في السوق المالية، ومن ثم زيادة قدرة المتعاملين في سوق المال إلى تغيير مواقفهم الطويلة والقصيرة بمزيد من السهولة.

على الجانب الآخر فمن المترتب على زيادة السيولة النقدية في سوق المال سيترتب على ذلك جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المالية الأخرى، والتي ستجد في السوق المحلي كبيئة ملائمة نظرًا لسيولتها الكبيرة، ومن ثم إمكانية التعامل مع المخاطر المتوقعة بشكل أكثر مرونة.

٢/٤/٥/٢ زيادة الاستثمار الحقيقي في اقتصاد الدولة المضيفة:

من المزايا الأخرى التي يخلقها الاستثمار في محفظة الأوراق المالية زيادة الاستثمارات الحقيقية في الاقتصاد المحلي، وذلك عن طريق زيادة الفرص التمويلية أمام المستثمرين، والمشروعات الجديدة، أو زيادة رأس المال للمشروعات القائمة، مما يكون له تأثيرًا إيجابيًا على الاقتصاد العيني بسبب المنافع الاقتصادية للاستثمار العيني، على الجانب الآخر سيؤثر الاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية على الادخار المحلي، وذلك بسبب خلق بيئة من الأمان أمام المدخرين بسبب زيادة الفرص التمويلية، والتي تُخلق من جانب زيادة الاستثمار الأجنبي المالي.

= - Pal. P (November 2006)," **<u>Foreign Portfolio Investment, Stock Market And Economic Development: A Case Study Of India</u>**", The Annual Conference On Development And Change Mission, Sao Paulo, Brazil, PP2-5

- Fowder. S (2008)," **<u>International Portfolio Diversification: Assessing The Benefits Of Investing In Africa</u>**", TLC Conference Proceedings, Germany, PP 1-2.

٢/٤/٥/٣ تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على الكفاءة المعلوماتية:

من أهم مؤشرات قياس كفاءة أسواق المال هي: الكفاءة المعلوماتية كما سيلي إيضاحه، ويلعب الاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية دورًا إيجابيًا في الكفاءة المعلوماتية، أو ما تعرف بفرضية كفاءة السوق، وذلك على ما تضيفه من الانضباط، والشفافية، والالتزام في التداول والتعامل مع المعلومات داخل سوق المال، والتي بناءً عليها سيتم اتخاذ قرار إدارة محفظة الأوراق المالية؛ حيث إن المستثمر الأجنبي يسعى إلى الحصول على معلومات توضح الرؤية الاقتصادية والمالية للأصول محل الاستثمار، مما يترتب عليه ضرورة الالتزام بمعايير الشفافية والإفصاح داخل سوق المال بشكل عام، هذا الأمر الذي سيتم على أساسه توجيه مديري التمويل الخارجي لسياستهم مما سيترتب عليه خلق الشفافية في المعلومات المطروحة في السوق.

على الجانب الآخر سيترتب على ذلك خلق الشفافية في الكثير من القطاعات الاقتصادية الأخرى أسوة بما حدث في القطاع المالي، لاسيما أن القطاع المالي يعد في الأساس انعكاسًا لأداء القطاع العيني.

٢/٤/٥/٤ زيادة الكفاءة التخصصية للدولة المضيفة:

وهذا على أساس أن القطاع المالي يعد انعكاسًا للقطاع الحقيقي، كما أن توجيه الاستثمارات المالية دائمًا ما تبحث عن المشروعات الأكثر ربحًا، ومن ثم توجه إلى المشروعات الأكثر كفاءة، وبالتالي زيادة قدرة الاقتصاد المحلي على تخصيص الموارد الاقتصادية المحدودة في المشروعات ذات الكفاءة الاقتصادية في استغلال الموارد.

٢/٤/٥/٥ خلق الأدوات المالية الجديدة:

من المزايا التي يخلقها الاستثمار الأجنبي غير المباشر هي: خلق الأدوات المالية الجديدة؛ مثل: المشتقات، والخيارات، وعقود الاستبدال، والمقايضة، وكذلك نظم التعامل معها مما يترتب عليه فائدة للمقيمين من التعامل على هذه الأدوات، وكذلك فائدة للسوق المحلي من العمل مع تنويع الأدوات المالية بها، الأمر الذي يترتب عليه زيادة البدائل المطروحة في سوق المال مما يؤدي إلى إمكانية خلق مناخًا أكثر ملائمة في نقل الأموال من الأطراف ذات الفائض إلى الأطراف ذات العجز.

٢/٤/٥/٦ التأثير على أداء الشركات المحلية:

تتنافس الكيانات الاقتصادية فيما بينها رغبة منها للحصول على التمويل؛ الأمر الذي سيترتب عليه الزيادة من كفاءة هذه الشركات في أدائها الاقتصادي، وذلك رغبة منها في إرضاء حاملي الأسهم، والوفاء بالالتزام تجاه حاملي السندات مما يترتب عليه فائدة للاقتصاد المحلي من ارتفاع أداء شركات الاقتصاد العيني، وعلى ذات الصعيد أوضحت إحدى الدراسات التطبيقية لتأثير الاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية على الشركات المحلية الكبيرة، والصغيرة.

فمن حيث الشركات كبيرة الحجم وجد أن هذه الشركات تتأثر بشكل سلبي من حيث القيود المفروضة على الاستثمارات المالية الأجنبية في حين أن حرية تدفقات هذه الاستثمارات لعبت دورًا إيجابيًا في تمويل الشركات الكبيرة الحجم؛ كذلك وكما سبقت الإشارة إلى الدور الإيجابي لها على أداء الاقتصاد العيني لاسيما في شفافية المعلومات، وذلك بالمقارنة بالشركات الصغيرة واحتكاكها بالنشاط الأجنبي أقل، وبالتالي فإن الاستثمار المالي الأجنبي ذو فائدة للشركات المحلية في اتجاهين: الجانب المالي، والجانب العيني؛ أي الجانب الخاص بالتمويل المناسب، والجانب الخاص بالأداء الاقتصادي لهذه الشركات[1].

٢/٤/٥/٧ زيادة الثقة في الاقتصاد المحلي:

من العوامل الأخرى ذات التأثير الإيجابي للاستثمار الأجنبي في القطاع المالي هي: زيادة الثقة في الاقتصاد المحلي بوجه عام؛ حيث تدفقات غير

---

(1) See:

- Makaew. T (2008), **"Do Small Firms Benefits More From Foreign Portfolio Investment? Evidence from a Natural Experiment"**, Robert School of Business, University Of Maryland, SSRN WP.
- Knill. A (2004), **"Can Foreign Portfolio Investment Bridge the Smaller Firm Financing Gap around the World"**, the MAF Convention in Denver, USA, PP 1-6.

المقيمين إلى ثقتهم في السوق المحلي من ناحية العوائد والتي تعبر عن أداء جيد للاقتصاد العيني، ومن ثم انعكس على القطاع المالي، على الجانب الآخر الثقة في الاقتصاد المحلي من حيث المخاطر المرتقبة وقدرتها على التعامل معها.

٢/٤/٦ أنواع أسواق الاستثمار الأجنبي غير المباشر:

بوجه عام تنقسم الأسواق التي تعمل فيها الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى ثلاثة أنواع رئيسية على النحو التالي(١):

٢/٤/٦/١ الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبي(المضاربة على معدلات الصرف):

وفيها تنتقل رؤوس الأموال على المستوى الدولي بهدف الاستفادة من الاختلافات الحالية أو المتوقعة في معدلات صرف العملات الوطنية، أو التي في حيازة المستثمر مع عملات الدول الأخرى، وبوجه عام فإن سوق الصرف الأجنبي هو: سوق غير منظم نشأ نتيجة تعدد العملات النقدية لدول العالم، ونتيجة لتباين معدلات الصرف تنشأ الفرصة إلى استثمار* رؤوس الأموال في العملات المختلفة. مع العلم بأن ذلك لا يعد الوظيفة الرئيسية لأسواق الصرف الأجنبي، ولكن جانب وظائفه الأساسية، والتي أهمها نقل القوة الشرائية، وتوفير الائتمان، وتغطية مخاطر المعاملات ذات العلاقة بمعدلات الصرف، ولعل من

---

(1) See:

- Hendery. S. and King. M (2004), **" The Efficiency of Canadian Capital Market: Some Bank Of Canada Research"**, Canadian Bankers Association, PP 5-20.
- Pal. P (November 2006)," Foreign Portfolio Investment, Stock Market And Economic Development: A Case Study Of India", **Op-Cit,** PP 6-8
- Misbkin. F. S (1997), " The Economics Of Money, Banking And Financial Markets", **Op-Cit,** PP104-109, PP165-170

* نلاحظ في هذا الشأن أن كلمة استثمار تشير إلى الاستثمار وفق مفهوم التمويل، أو المفهوم المايكرو، والذي وفقًا له يتم تدوير مبلغ معين لكي يعوض المستثمر مجموعة من التكاليف الأخرى، كما سلف الإشارة إليه في الجزء الأول في هذا الفصل.

أهم المعاملات في ذات السياق، المعاملات التي تتم ما بين البنوك خلال غرف المعاملات الدولية.

٢/٦/٤/٢ الاستثمارات في معدلات الفائدة:

وفيها تنتقل الأموال على المستوى الدولي بهدف الاستفادة من الاختلافات في معدلات الفائدة؛ مثل: اختلاف معدلات الفائدة على السندات الحكومية، مع مراعاة مجموعة العوامل الأخرى ذات التأثير على انتقال رؤوس الأموال.

٣/٦/٤/٢ أسواق رأس المال:

وهي الأسواق التي يتعامل فيها على الأسهم والسندات، وتنتقل رؤوس الأموال بهدف الاستفادة من المزايا التي يتمتع بها السوق؛ مثل: معدلات العائد، أو درجات المخاطرة، أو الأداء الجيد للشركات، أو لتنويع مخاطر محافظ الأوراق المالية على المستوى الدولي.

٧/٤/٢ محددات الاستثمار الأجنبي غير المباشر:

تشير محددات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى مجموعة العوامل التي لها تأثير على قرار الاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية، وفي هذا الشأن تركز الدراسة على كفاءة أسواق المال؛ لاسيما الكفاءة المعلوماتية لكونها الأكثر ارتباطًا من اختبار تأثير المتغير المستقل والمتمثل في أسعار البترول في التأثير على المتغير التابع، والمتمثل في الاستثمار الأجنبي.

١/٧/٤/٢ مفهوم كفاءة سوق المال.

في البداية فإن سوق المال هو الإطار الذي وفقًا له يتم نقل الأموال من الأطراف ذات الفائض إلى الأطراف ذات العجز، عن طريق وسائل السوق المختلفة، ويشير مصطلح الكفاءة إلى قدرة السوق وسلامة أدواته في تحقيق هذه الوظيفة.

على الجانب الآخر من الممكن توضيح كفاءة السوق على أنها قدرة السوق على تدنية مصاريف الصفقات، والتخصيص الأمثل للموارد المحدودة، وتحقيق الشفافية في المعلومات المتداولة[1].

---

(1) Hendery. S. and King. M (2004), " The Efficiency Of Canadian Capital Market: Some Bank Of Canada Research" , **Op-Cit,** P6

ومن هذا العرض تضع الدراسة تعريفًا لكفاءة أسواق المال على أنها: الحالة الاقتصادية التي بها يصل السوق إلى الوضع الأمثل؛ من حيث نقل الأموال من الأطراف ذات الفائض إلى الأطراف ذات العجز في ضوء محددات كفاءة أسواق المال المعلوماتية، والتشغيلية، والتخصصية.

هذا ولابد من التفرقة ما بين السوق التام الكفاءة، والسوق الكفء، فالنوع الأول هو وضع مثالي يتقارب ومفهوم سوق المنافسة الكاملة من حيث عدم وجود تكاليف لإبرام المعاملات، والشفافية، وتوافر المعلومات، أما السوق الكفء فهو يشير إلى توافر أحد أنواع كفاءة أسواق المال، والتي سيلي تفسيرها في الجزء القادم.

٢/٧/٤/٢ أنواع كفاءة أسواق المال:

تنقسم كفاءة أسواق المال إلى ثلاثة أنواع أساسية: الكفاءة التشغيلية، أو ما تعرف بكفاءة إتمام المعاملات، والنوع الثاني: الكفاءة التخصصية[١] والنوع الأخير: والذي يحتل المكانة الأبرز في الفكر الاقتصادي هو الكفاءة المعلوماتية، أو كما يعرف بفرضية كفاءة السوق.

١/٢/٧/٤/٢ الكفاءة التشغيلية لأسواق المال:

ويعرف هذا النوع أيضا على أنه كفاءة إتمام الصفقات أو المعاملات، ومن ثم كلما انخفضت هذه التكاليف كلما كان السوق أكثر كفاءة في تشغيل أدواته المالية والتي يقترب بها من مفهوم سوق المنافسة الكاملة، على الجانب الآخر كلما تدنت تكاليف تشغيل المعاملات في سوق المال المحلي كلما كان السوق أكثر جذبًا للاستثمارات الأجنبية غير المباشرة.

٢/٢/٧/٤/٢ الكفاءة التخصصية لأسواق المال:

وهذا النوع يتمثل في قدرة السوق في تحقيق الوظيفة الأساسية له في نقل الأموال من الأطراف ذات الفائض إلى الأطراف ذات العجز، وفي ظل ندرة الموارد يكون سوق المال الأكثر كفاءة هو الذي يخصص الموارد المالية في الاستثمارات العينية الملائمة، والأكثر كفاءة اقتصادية، ومن ثم كلما كان السوق

---

(1) **Ibid**, P 7 .

كفئًا في تخصيص موارده كلما اتسم بالكفاءة، وكلما كان أفضل في جذب الاستثمارات الأجنبية في محفظة الأوراق المالية.

٢/٤/٧/٢/٣ الكفاءة المعلوماتية لأسواق المال(فرضية كفاءة السوق)

ويعد النوع الأهم من محددات الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، ويعرف هذا النوع أيضًا بالكفاءة التسعيرية، والمفهومين الأول والثاني للدلالة على هذا النوع؛ حيث يشير هذا النوع إلى درجة استجابة والكيفية التي يتعامل بها السوق مع المعلومات، وكذلك مدى جودة المعلومات في السوق، وشفافيتها، و بناء عليها يتم وضع التسعير الملائم للأصل المالي، وهذه القيمة تعكس بدورها أداء الطرف الحقيقي لمصدر الورقة المالية، وهذه القيمة لا تحدد إلا عن طريق المعلومات التي تصدر في السوق(١).

وعلي هذا الأساس كلما كان رد فعل سوق المال أكثر استجابة للتغيرات في المعلومات المصدرة في السوق كلما كان السوق أكثر كفاءة في جذب الاستثمارات المالية الأجنبية، ويرجع ذلك إلى أن الأسعار تتحرك بشكل متزامن، وبصورة غير متحيزة كرد فعل للمعلومة التي تدخل السوق، سواء كانت معلومة عن النشاط الكلي، أو عن النشاط الجزئي للطرف المصدر للورقة المالية.

** ** **

---

(1) See:

- Malkiel. B. G (April 2003), **"The Efficient Market Hypotheses And It Is Critics"**, CEPS Working Paper NO. 91, PP 3-6
- Bausook. S (2005), **" A Test Of The Internal Capital Market Hypotheses: The Case Of South Korea"**, Naresuan University Journal, Thailand, P 33

الفصل الثالث

الآثار الاقتصادية للتغيرات في أسعار البترول على الاستثمارات الأجنبية في الدول غير البترولية.

٣/١ أسعار البترول والاستثمار الأجنبي غير المباشر:

يتناول الجزء الأول من هذا الفصل الأثر الاقتصادي للارتفاع العالمي لأسعار البترول على تدفقات الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، وذلك عن طريق تحليل تأثير أسعار البترول على أداء أحد أهم أقسام الاستثمارات الأجنبية لمحفظة الأوراق المالية، والتي تتمثل في أسواق رأس المال، وكذا بيان إلى أي مدى من الممكن اعتبار التغير في سعر البترول مؤشرًا على أداء أسواق المال الدولية؛ سواء كان ذلك في أسواق رأس المال للدول المتقدمة، والتي تعبر عن الأداء الاقتصادي العالمي، أو أداء أسواق المال في الدول النامية.

ومن هنا من الممكن صياغة أطروحة توضح هدف هذا الجزء من الدراسة، وهي إلى أي مدى تؤثر التغيرات في أسعار البترول لاسيما بالارتفاع خلال فترة الطفرة النفطية الثالثة على أداء أسواق رأس المال في الدول غير البترولية، ومن ثم التأثير على الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة بها.

٣/١/١ التحليل الاقتصادي للتغيرات في أسعار البترول على أسواق رأس المال (تحليلاً نظري):

تعرض الدراسة في هذا الشأن تحليلاً للعلاقة النظرية للتغيرات في أسعار البترول وأداء أسواق رأس المال، والتي تعد أهم أقسام الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، وهذا على النحو التالي:

٣/١/١/١ قنوات تأثير أسعار البترول على أسواق رأس المال:

يهدف الجزء اللاحق لبيان الإطار النظري لتأثير التغيرات في أسعار البترول على أسواق رأس المال، أو بمعنى آخر القنوات الاقتصادية والتي من خلالها ينتقل تأثير أسعار البترول على أسواق رأس المال- لاسيما الأسهم منها-

ولعل تركيز الدراسات التطبيقية على تناول تأثير التغيرات في أسعار البترول؛ لاسيما في العقد الأول من القرن الواحد والعشرين على الأسهم، لأنها ستؤثر بالتبعية على السندات المتداولة خلال سوق رأس المال، فالوضع السيئ للأسهم يشير بالتبعية إلى عدم التأكد من قدرة المنشأة على الوفاء بمديونياتها تجاه حاملي السندات. والعرض التالي يوضح الدور الذي تؤثر به التغيرات في أسعار البترول على الاستثمار المالي بوجه عام، ومن ثم على الاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية.

٣/١/١/١/١ الآثار الاقتصادية لتغيرات أسعار البترول على أداء الاقتصاد العيني:

أشرنا سلفًا أن الاقتصاد المالي يعد انعكاسًا لأداء الاقتصاد العيني؛ فعوائد الأسهم أو التحركات السعرية لها، أي المنافع المتولدة من اقتنائها، سواء بهدف المضاربة، أو بهدف الاستثمار؛ تتولد نتيجة أداء الأصل العيني والمعبر عنه بالسهم المدرج في سوق رأس المال. ومن ثم الاضطرابات التي تحدث في الاقتصاد العيني لابد من أن تنعكس على أداء أسهم الاقتصاد المالي(١)، هذا وكما سبق الإشارة إلي تأثر النشاط الاقتصادي الحقيقي بارتفاع أسعار البترول عن طريق مجموعة من القنوات الاقتصادية، لعل من أهمها المتغيرات الماكرواقتصادية الخاصة بالتضخم، ومعدلات الصرف، ودخول النشاط الاقتصادي في حالة كساد، ومن ثم احتمالية تأثر الكيانات الاقتصادية سلبًا بهذه التغيرات، وبالتالي تأثر الأسهم المتداولة في أسواق رأس المال؛ هذا وقد تتأثر الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة إلى أسواق هذه الدول(٢).

---

(1) Guo. H. and Kliesen. K. L)November/December 2005), **"Oil Price Volatility And U.S. Macroeconomic Activity"**, Federal Reserve Bank Of St. Louis Review ،No 87 (6), PP. 669-83.

(2) Miller. J. I. and Ratti. R. A (July 2008), **"Crude Oil and Stock Market: Stability, Instability and Bubbles"**, University Of Missouri, Columbia, PP 6-9.

٣/١/١/١/٢ انتقال حالة عدم التأكد من السوق العالمي للبترول إلى أسواق رأس المال:

أشارت الدراسة في الفصل الأول إلى الأهمية الاقتصادية للبترول في كافة دول العالم سواء النامية، أو المتقدمة، المنتج منها والمستهلك؛ بالإضافة إلى الدور السياسي للبترول منذ أحداث الطفرة النفطية الأولى، على الصعيد الآخر يعد البترول كمتغير اقتصادي من الصعب التنبؤ بأسعاره في المستقبل، وهذا لارتباطه بأكثر من متغير اقتصادي كما سبق الإشارة في الفصل الأول، بالإضافة إلى الجانب السياسي له – والذي كان تفسيرًا للطفرة النفطية الأولى – ومن هذا المنطلق، فإن حالة عدم التأكد حول مستقبل أسعار البترول قد تنتقل إلى أسواق رأس المال، ولعل من أسباب هذه العلاقة ارتباط العديد من الصناعات بالبترول بروابط خلفية أو روابط أمامية؛ ومن هنا يتمثل أثر انتقال حالة عدم التأكد من السوق البترولية إلى سوق رأس المال في العوائد المتوقعة خلال الفترة القادمة، مما قد يؤثر على الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، وعلى الجانب الآخر من حيث تأثر القيمة الاسمية للأسهم المتداولة في السوق؛ مما يؤثر على عوائد غير المقيمين، ومن ثم التأثير على الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، بسبب عدم تأكد المستثمر الأجنبي – غير المقيم- حول مستقبل أسعار الأسهم في المستقبل(١).

٣/١/١/١/٣ أثر التغيرات في أسعار البترول على فرضية كفاءة أسواق السوق(الكفاءة المعلوماتية لأسواق المال):

---

(1) See:

- Agren. M (2006), **" Does Oil Price Uncertainty Transmit To Stock Markets?"**, UPPsala University, Sweden, PP 2-9.
- Afshar. T. and Arabian. G (2008), **" Oil Price Shocks And The U.S Stock Market"**, IABR & TLC Conference Proceedings, San Juan, Puerto Rico, USA, PP 5.
- Kilian. L. and Park. C (2007), **" The Impact Of Oil Prices Shocks And USA Stock Market"** University Of Michigan, USA .

من أهم محددات كفاءة أسواق المال هي الكفاءة المعلوماتية، والتي تشير إلى استجابة الأسهم داخل أسواق رأس المال للتغيرات في المعلومات ذات الشأن، أي التي ترتبط بأداء الاقتصاد سواء على المستوى الكلى، أو المستوى الجزئي. وفي هذا الشأن يتم التعامل مع أسعار البترول – على أساس كونها المعلومة – بكونها سلعة عامة وإمكان استخدامها في التنبؤ بعوائد الأسهم خلال الفترة اللاحقة. ومن ثم فإن السوق الكفء سيتعامل مع التغيرات في أسعار البترول على أنها وضع سلبي على النشاط الاقتصادي؛ سواء الجزئي، أو الكلي[1].

٣/١/١/١/٤ انخفاض مرونة الطلب السعرية على البترول وأسواق رأس المال:

من العوامل ذات الشأن والتي تعمل على تأكيد النقطة رقم (٢) و(٣)، هي انخفاض مرونة الطلب السعرية للبترول؛ حيث إن درجة استجابة الكميات المطلوبة للتغيرات في أسعار البترول منخفضة للغاية، ولعل ذلك يرجع إلى صعوبة إيجاد بديل كفء من الناحية الاقتصادية لتعويض استهلاك البترول، هذا يزيد من حالة عدم اليقين حول مستقبل عوائد الأسهم، وكذلك أدائها، مما يشير إلى احتمالية انخفاضها سواء من حيث قيمتها السوقية أو قيمتها الحقيقية وبالتالي انخفاض العائدات المادية لها خلال الفترة اللاحقة. مما يؤثر سلبيًا على الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة في أسواق رأس المال.

ولمزيد من إيضاح التأثير السلبي لأسعار البترول على أداء الأسهم المدرجة في أسواق رأس المال وتفاعل العناصر سابقة الذكر نسوق المثال التالي، بفرض أن لدينا مجموعة من الكيانات الاقتصادية، والتي يرتبط نشاطها

---

(1) See:
- Driesprong. G., Jacobsen. B. and Maat. B (2007), " Striking Oil: Another Puzzle?_"**Op-Cit,** PP 1-3.
- Driesprong. G., Jacobsen. B. and Maat. B (2004), **"Stock Market And Oil Prices"**, Rotterdam School Of Management, Erasmus University Rotterdam, Netherland.P 10.

بالبترول؛ سواء بشكل مباشر، أو بشكل غير مباشر، عن طريق احتكاك ذلك بمخرجاتها، أو بمدخلاتها، ودخول الاقتصاد العالمي في مرحلة طفرة نفطية جديدة تشوبها حالة عدم تأكد حول مستقبل أسعار البترول. وفي هذا الشأن تدخل أسهم الشركة في حالة من عدم التأكد حول مستقبل عائد السهم خلال الفترة القادمة أو احتمالية تدهور القيمة التي يتداول بها السهم خلال سوق رأس المال، وذلك يخضع لأحد الاحتمالات الآتية:

- عدم قدرة الشركة على تلبية احتياجاتها من البترول، أو أحد المدخلات المرتبطة به، ومن ثم تأثر نشاط الشركة بشكل عام، والذي من المفترض أن ينعكس ذلك على الأسهم.
- زيادة تكاليف الشركة مما يترتب عليه انخفاض الأرباح خلال الفترة القادمة، أو في حالة نقلها إلى المستهلك لا يتم تحديد رد فعل المستهلك في هذا الشأن.
- تأثر مخرجات الشركات؛ لاسيما وإن كانت مرتبطة بالبترول؛ مثل: صناعة السيارات، مما يزيد حالة عدم التأكد حول مستقبل الأسهم في سوق رأس المال.

ومن ذلك تتأثر الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة الموجهة إلى الدول غير البترولية – المستوردة للبترول، إما من خلال التأثر السلبي الناتج عن الارتفاع المستمر، والمتواصل في أسعار البترول، أو على الجانب الآخر: الدخول في حالة من عدم التأكد، أو عدم اليقين حول مستقبل الأسهم المدرجة في سوق رأس المال.

٣/١/١/٢ المحددات الاقتصادية لتأثير التغيرات في أسعار البترول على أسواق رأس المال:

نتناول في هذا الشأن محددات تأثير أسعار البترول على أسواق رأس المال، أي التحليل الاقتصادي لتأثير أسعار البترول على المعاملات المالية في أسواق رأس المال؛ وذلك على النحو التالي:

٣/١/١/٢/١ تتباين تأثير أسعار البترول على الأسهم المدرجة في أسواق رأس المال:

ففي هذا الشأن ينقسم تأثير أسعار البترول على أسهم أسواق رأس المال في جانبين؛ يتمثل **الجانب الأول**: في أثر التغير في أسعار البترول على القيمة التي يتداول بها السهم في السوق، وذلك وفق التعامل مع سعر البترول على أنه مؤشر سلبي، أو إنه يثير حالة عدم التأكد حول القيمة السوقية للسهم، وأكثر الأطراف المتضررة من هذا الجانب هم: المضاربون على الاتجاهات الطويلة؛ سواء من المقيمين، أو غير المقيمين؛ ويعد تأثير التغيرات في أسعار البترول على أسواق رأس المال نتيجة فرضية كفاءة أسواق المال، والتي تتعامل مع التغيرات في أسعار البترول على أنها معلومة من الممكن أن تؤثر سلبيًا على قيمة الأسهم المدرجة في الأجل القصير، وإثارة حالة من عدم التأكد حول قيمة الأسهم في الأجل الطويل.

ويتمثل **الجانب الثاني** في أن أسعار البترول قد تؤثر بالسلب على عوائد الأسهم في البورصة؛ لاسيما في الصناعات التي ترتبط بها (والمقصود بها الصناعات غير البترولية)، فانخفاض العائد المتوقع من وراء السهم قد يؤدي إلى انخفاض الاستثمارات الموجهة إلى سوق رأس المال؛ سواء من جانب المقيمين أو بشكل أكبر من جانب غير المقيمين، لعدم التأكد من قدرة الأصول العينية المعبر عنها بأصل مالي على التعامل مع الوضع الجديد من حيث جانبي العرض والطلب.

ومن حيث جانب العرض يتضح ذلك الأثر من حيث قدرة المنشآت الاقتصادية على تمويل احتياجاتها سواء من الطاقة أو من البترول الخام نتيجة ارتفاعات أسعار البترول، وعلى الصعيد الآخر والمتمثل في ارتفاع أسعار مخرجات هذه الشركات ومن ثم إما أن تنخفض أرباح هذه الشركات أو قد ينخفض الطلب بشكل عام على مخرجات هذه الشركة، وبالتالي تتأثر عوائد الأسهم نتيجة لهذا[1].

---

(1) See:

- Nandah. M. and Hamoudeh. S (2005), "Systematic Risk, Oil Prices And Exchange Rate Sensitive In Asia Pacific Stock Market",=

٣/١/١/٢/٢ الاختلاف من حيث الصناعات:

نتناول في هذا الجزء اختلاف تأثير ارتفاع أسعار البترول؛ من حيث نوعية الصناعات الممثل لها أسهم في سوق رأس المال، فالصناعات البترولية؛ مثل: شركات التعدين، وشركات البتروكيماويات، وشركات الحفر، والتنقيب، والاستكشاف، والتي لها ارتباط بصناعة البترول ذاتها تتأثر إيجابيا بارتفاع أسعار البترول؛ حيث إن ارتفاع أسعار البترول يشير إلى ارتفاع أرباح هذه الشركات وقد أوضحت دراسة Fan and Other 2008 لتأثر أسهم الصناعات البترولية إيجابيا من ارتفاع أسعار البترول؛ لاسيمّا صناعة التعدين، والبتروكيماويات [(١)].

حيث يزداد الطلب على أسهم هذه الصناعات، على الجانب الآخر تتأثر الصناعات المرتبطة بالبترول بشكل سلبي؛ سواء كان الارتباط من حيث المدخلات، أو المخرجات، فارتفاع الأسعار سيؤدي إلى ارتفاع مدخلات الشركة، ومن ثم ارتفاع التكاليف، وانخفاض الأرباح، أو انخفاض الطلب على

=Research In International Business And Finance. Available at Www.Library.Drexel.Edu

- Anorui. E. and Mustafa. M (2007), **" An Empirical Investigation Into The Relation Of Oil To Stock Market Prices"**, North American Journal Of Finance And Banking, Research Vol 1 No 1, P 13 .
- Pascatori. A. and Mowry. B (2008), **'Do Oil Prices Directly Affect The Stock Market?"**, California FED.

Available at: Ttp://Www.Clevelandfed.Org/ Research/Trends/ 2008/ 0908/04ecoact.Cfm

- Donoso. D. C (2009), **" Oil Price Shocks And Stock Market"**, Insead. Available at : http://www.inesad.edu.bo/bcde2009/B3%20Daniel%20Canedo.pdf

(1) Gogineni. S (2009), **" Oil And Stock Market: An Industry Level Analysis"**, University Of Oklahoma, Norman, USA.

مخرجات هذه الصناعات، والتي ترتبط بأسعار البترول؛ مثل: صناعة السيارات مثلاً[1].

٣/١/١/٢/٣ التباين من حيث الدول البترولية والدول غير البترولية:

وهنا يختلف تأثير أسعار البترول على الأسهم المتداولة في أسواق رأس المال، ومن ثم على الاستثمارات الأجنبية الموجهة لهذه الأسهم وفقًا لكون الدولة بترولية، أو غير بترولية، حيث يكون أثر ارتفاع أسعار البترول على الدول البترولية أو الدول المنتجة للبترول إيجابيا؛ وذلك لأن النشاط الاقتصادي نظريًا لا يتأثر سلبيًا نتيجة لتوافر البترول للصناعات المرتبطة به كذلك كمصدر للطاقة وعلى الصعيد الآخر؛ من حيث ارتفاع الفوائض المالية للبترول (البترودولار) نتيجة ضعف الطاقة الاستيعابية لغالبية الدول البترولية، وسيتم تفسير هذه الظاهرة في مبحث مستقل خلال هذا الفصل[2]، هذا و تتأثر الدول الغير بترولية سلبيًا بأسعار البترول، وذلك من خلال تأثر النشاط الاقتصادي على المستويين الكلي، والجزئي، بسبب زيادة اعتماد هذه الدول على البترول، وذلك سواء كانت الأسواق صاعدة أو أسواق الدول المتقدمة.

٣/١/٢ الآثار الاقتصادية للتغيرات في أسعار البترول على أسواق رأس المال (إطار تطبيقي):

يهتم العرض التالي للدراسات الاقتصادية التي تناولت تأثير أسعار البترول على أسواق رأس المال في مختلف الأقاليم العالمية؛ سواء من حيث الدول المتقدمة، أو النامية، أو دول الأسواق الصاعدة، ومن ثم توضيح الكيفية التي من الممكن وفقًا لها أن يؤثر الارتفاع في أسعار البترول في الاستثمارات المالية في أسواق رأس المال.

---

(1) G. Driesprong, B. Jacobsen And B. Maat (2007), **" Striking Oil: Another Puzzle?"**, SSRN. Available At: Http://Ssrn.Com/ Abstract=460500

(2) Bjørnland. C (2009), **"Oil Price Shocks And Stock Market Booms In An Oil Exporting Country"**, Scottish Journal Of Political Economy, Vol. 56, Issue 2, PP. 232-254.

(١)دراسة (Perry Sadorsky 1999):

تناولت الدراسة الآثار الاقتصادية لارتفاع أسعار البترول بما عرفه الغرب بالصدمة البترولية على أسهم الولايات المتحدة الأمريكية، وذلك بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات المستقلة الأخرى؛ مثل: التغيرات في معدلات الفائدة والناتج الصناعي (مخرجات القطاع العيني)، وكذلك الرقم القياسي للأسعار. وهذا باستخدام نموذج الانحدار المتعدد لسلسلة زمنية من عام ١٩٥٠ إلى عام ١٩٩٠، وذلك على الأسهم المكونة لمؤشر ستاندرد أند بورز، والذي يعبر عن أداء أهم ٥٠٠ شركة في وول ستريت، ومن ثم تعبر عن أداء النشاط الاقتصادي للولايات المتحدة [1].

وخلصت الدراسة إلى أن المتغيرات محل القياس تشكل التأثير الأكبر للتغيرات التي حدثت في أداء مؤشر S&P500، حيث كان التأثير الأكبر للتغيرات في معدلات الفائدة يليها تأثير التغيرات في مخرجات القطاع الصناعي، ثم تأثير التغيرات في الأسعار العالمية للبترول.

على الجانب الآخر توصل الجانب التطبيقي من الدراسة إلى أن التغيرات في أسعار البترول؛ ولاسيما في وقت الطفرتين، أو الصدمتين الأولى، والثانية؛ خلال النصف الثاني من القرن الماضي كان لها تأثيرًا بالغ الأهمية على أداء المؤشر محل الدراسة، ومن ثم على عوائد الأسهم المكونة لمؤشر S&P500، وعلى جانب خاص بنوع التأثير أوضحت الدراسة أن الارتفاع المستمر لأسعار البترول يلعب دورًا سلبيًا على أداء أسهم أسواق رأس المال؛ متمثلا في العوائد المحققة من نشاط الشركة، بجانب أداء الأسهم خلال فترة التداول.

(٢)دراسة (Jones & Kaul 1996):

اختبرت الدراسة تأثير التغيرات في أسعار البترول على أداء، وكذلك عوائد أسهم أسواق رأس المال في الدول المتقدمة، والتي يعد أدائها مؤشرًا للأداء الاقتصاد العالمي، وذلك في أسواق وول ستريت بالولايات المتحدة

---

(1) Sadorsky. P (1999), **"Oil Price Shocks And Stock Market Activity"**, Energy Economics; Elsevier, Vol. 21 (2), PP 449-469.

الأمريكية، وسوق طوكيو باليابان، وسوق لندن بالمملكة المتحدة، وبورصة كندا للأوراق المالية، وهدفت الدراسة في الأساس إلى اختبار قدرة هذه الأسواق على امتصاص الصدمة الناتجة عن ارتفاع أسعار البترول، وذلك من حيث العوائد المادية للأسهم، والجانب الآخر من حيث التدفق النقدي الحقيقي خلال الفترات القادمة [1].

وخلصت الدراسة إلى أن لأسعار البترول تأثيرًا سلبيًا على أسهم الأسواق المشار إليها عاليًا، على الجانب الآخر فأوضحت الدراسة إلى أن بورصات طوكيو، ولندن أكثر استجابة لصدمات أسعار البترول من سوقي كندا و وول ستريت.

(٣)دراسة (Basher and Sadorsky 2005):

تناولت الدراسة الأثر الاقتصادي للتقلبات في أسعار البترول على أداء وعوائد أسهم الدول النامية في أسواق رؤوس أموالها الناشئة، واختارت الدراسة إحدى وعشرين دولة نامية، خلال سلسلة زمنية من التقلبات في أسعار البترول في السوق العالمية خلال الفترة من ١٩٩٢ بعد نهاية أزمة البترول الناتجة عن حرب الخليج الثانية ١٩٩١ إلى عام ٢٠٠٥ مع الطفرة الأخيرة في أسعار البترول [2].

وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن التغيرات في أسعار البترول خلال الفترة المشار إليها تؤثر سلبيًا على أسهم أسواق الدول النامية في جانبي التعاملات على الأسهم في حالة الصعود، أو حالة الهبوط.

(٤)دراسة (Nandha and Hammudeh 2005.):

اعتنت الدراسة بدراسة إلى أي مدى يؤثر التقلب في أسعار البترول على أسواق رأس المال في الدول الآسيوية؛ لاسيما بعد الأزمة المالية الحادة

---

(1) Jones. C. M. and Kaul. G (June 1996),**" Oil And Stock Markets"**, The Journal Of Finance; Elsevier Volume 51 (2). PP 463-491.

(2) Basher. S., Sadorsky. P (2004), **" Oil Price Risk And Emerging Stock Markets"**, Global Finance Journal, Elsevier, Vol. 17 (2), PP 224-251.

التي عصفت بتلك الأسواق في تسعينيات القرن الماضي، وهدفت الدراسة إلى توضيح المخاطر التي قد تصيب هذه الأسواق بسبب التقلبات الحادة في أسعار البترول خلال الفترة من ١٩٩٤ إلى ٢٠٠٤(١).

وانتهت الدراسة إلى الأثر السلبي لتقلبات أسعار البترول على هذه الأسواق، وعوائد الأسهم المدرجة بها؛ لاسيما في اتجاه السوق المتصاعد، ما عدا بورصات الصين وتايلاند فإن الأثر السالب لتقلبات أسعار البترول تكون عندما يكون مؤشر السوق في اتجاه الهبوط.

(٥)دراسة (Park and Ratti,2008):

تناولت الدراسة تأثير الصدمة البترولية على أداء أسواق رأس المال في بورصات الولايات المتحدة الأمريكية ومجموعة من الدول الأوروبية الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي الـ OECD، وذلك من خلال اختبار أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع خلال سلسلة زمنية خلال الفترة من ١٩٨٦ إلى ٢٠٠٥ عن طريق استخدام أسلوب الانحدار المتعدد (٢).

وتمثلت المتغيرات المستقلة من معدلات الفائدة للدول الأوروبية الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي وبيانات مؤشر S&P500 لبورصة نيويورك من قاعدة بيانات computat، ومعدلات الفائدة الخاصة ببنك الاحتياطي الفيدرالي بالإضافة لمخرجات القطاع العيني لأهم الشركات للدول محل الدراسة.

وتوصلت الدراسة في نهاية التحليل لتأثير أسعار البترول على دول الـ OECD، أن التغيرات في أسعار البترول خلال فترة الدراسة كان له استجابة من جانب مؤشر أسواق رأس المال للدول محل الدراسة.

---

(1) Nandah. M. and Hamoudeh. S (2005)," Systematic Risk, Oil Prices And Exchange Rate Sensitive In Asia Pacific Stock Market", **OP-Cit,** PP **224-235.**

(2) Park. J. and Ratti. A (2008), **" Oil Price Shocks And Stock Markets In The U.S. And 13 European Countries"**, Energy Economics 30, PP 2587- 2621.

إلا أن الدراسة أوضحت الدور السلبي لأسعار البترول على أسهم هذه الدول ماعدا النرويج، ولعل ذلك يرجع في الأساس إلى أن النرويج من الدول المنتجة للبترول، حيث كان الأثر الاقتصادي للصدمة البترولية على بورصة النرويج إيجابيا، وهذا يؤكد على اختلاف الأثر الاقتصادي لأسعار البترول من الدول البترولية إلى الدول غير البترولية، ولعل ذلك يرجع إلى ظاهرة البترودولار أو البتروعملة أو الفائض المالي من ارتفاع أسعار البترول للدول البترولية.

وتوصلت الدراسة أن ارتفاع أسعار البترول يعد محبطًا وغير مشجع على الاستثمار في أسواق رأس المال، سواء من الاستثمارات القائمة أو الاستثمارات المرتقبة لحتمية تأثر ها السلبي من هذا الارتفاع.

(٦) دراسة (Rong and Others 2008.):

اعتنت الدراسة بدراسة تأثير الصدمة البترولية أو الطفرة النفطية على سوق المال الصيني، وذلك على أساس أن الصين تعد من أكبر الدول على مستوى العالم استيرادًا للبترول، وعلى هذا الأساس تناولت الدراسة تأثير أسعار البترول لخام برنت وفق إحصائيات منظمة الطاقة الدوليةIEO، بجانب تناول تأثير التغيرات في معدلات الفائدة وفق تغيرات السياسة النقدية الصينية وفق إحصائيات البنك المركزي الصيني، وذلك بالتطبيق على أسهم بورصتي شنغهاي و شنجهن للأوراق المالية(1).

وبالرغم من أن الصين من الدول المستوردة للبترول، وبكميات كبيرة إلا أن الدراسة توصلت إلى أن الطفرة النفطية الثالثة لم يكن لها تأثيرًا سلبيًا على أداء الأسهم في الأسواق المدرجة فيها، وقيمها المتداولة في التداول اليومي، وبالرغم من ذلك تأثرت عوائد الأسهم بشكل سلبي بسبب الارتفاع المستمر والغير متوقع في أسعار البترول.

---

(1) Cong.R., Wei. Y, Jiao. J., and Fan.Y (2008), <u>" Relationship Between Oil Price Shocks And Stock Markets: Empirical Analysis For China"</u>, Energy Economics 36. PP 1-6.

وخلصت الدراسة إلى أن تقلبات أسعار البترول لم يكن لها أثرًا مهمًا على سوق رأس المال بشكل عام إلا أن التأثير كان مهمًا على مؤشر صناعة التعدين، وكذلك صناعة البتروكيماويات، والتي تأثر ت إيجابيا من ارتفاع أسعار البترول.

ومن العرض السابق يتضح الدور الذي تتأثر به أسعار البترول على الأصول المالية المتداولة في أسواق المال، ومن ثم قد يؤثر ذلك على تدفقات الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة لهذه الأسواق؛ نظرًا لتأثرها بارتفاع أسعار البترول.

ومن ثم هل من الممكن اعتبار أسعار البترول ضمن المؤشرات الاقتصادية لتأثر الاستثمارات في محفظة الأوراق المالية المباشرة؟ وذلك على أساس أن هذه الأسواق تتأثر سلبًا بارتفاع أسعار البترول، وذلك كما سلف الإشارة من حيث تأثر القيمة التي يتداول بها السهم وكذلك عوائد الأسهم؛ ومن حيث أسواق الدول حيث يعد الانتعاش في العوائد البترودولارية للدول البترولية ومن ثم انعكاس ذلك على أداء أسواق رأس المال لهذه الدول يعد عاملاً في الاتجاه الموجب لتحسن الاستثمارات الأجنبية الغير مباشرة.

٢/٣ الآثار الاقتصادية للتغيرات في أسعار البترول على الاستثمار الأجنبي المباشر:

نعرض في هذا المبحث الدور الاقتصادي للتغيرات في أسعار البترول؛ لاسيما في فترة الدراسة، والتي تتسم بارتفاع مستمر ومتواصل، وغير متوقع في أسعار البترول بما عرف بدخول السوق العالمية للبترول في الطفرة النفطية الثالثة، ومن حيث التأثير على المتغيرات الاقتصادية؛ لاسيما المتغيرات الماكرواقتصادية منها، يسعى هذا المبحث إلى توضيح لأي مدى قد تؤثر التغيرات في أسعار البترول لاسيما بالارتفاع على الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وذلك لكونها وثيقة الصلة بالوضع الماكرواقتصادي للدولة الغير بترولية، أي تتكون أطروحتنا في هذا الشأن في هل يكون تأثيرًا لارتفاع أسعار البترول خلال فترة الدراسة على الاستثمارات الأجنبية المباشرة للدول الغير بترولية؟

ونتناول في هذا الشأن مجموعة المتغيرات الاقتصادية لاسيما الماكرواقتصادية منها ذات التأثر بما عرف بالصدمة البترولية، وعلاقتها بالاستثمارات الأجنبية العينية، ومن ثم هل من الممكن اعتبار أسعار البترول وتغيراتها بالصعود أو الهبوط ودخول الاقتصاد العالمي بما يعرف بالصدمة البترولية مؤشرا يعبر عن الاستثمارات الأجنبية المباشرة؟

وهنا تقسم الدراسة المتغيرات الاقتصادية ذات العلاقة إلى جانبين، يتمثل الجانب الأول بمتغيرات القطاع الحقيقي أو متغيرات الاقتصاد الكلي (الماكرو)، والجانب الثاني في القطاع المالي.

٣/٢/١ التأثير على القطاع المالي:

قد تتأثر الاستثمارات الأجنبية المباشرة بتأثر القطاع المالي بالتغيرات في أسعار البترول، والتي سلف الإشارة في المبحث الأول من هذا الفصل، فتأثر القطاع المالي بالتغيرات في قطاع البترول ستنعكس بالضرورة على القدرات التمويلية لمشروعات الاستثمار الأجنبي سواء كانت القائمة أو المرتقبة.

٣/٢/٢ التأثير على القطاع العيني:

تتناول الدراسة فيما العلاقة الاقتصادية ما بين التغيرات في أسعار البترول ومتغيرات الاقتصاد الحقيقي، وذلك كما يلي ايضاحه:

٣/٢/٢/١ أثر التغيرات في أسعار البترول على مخرجات القطاع الصناعي:

تناولت دراسة (***Komain 2006***) الآثار الاقتصادية لارتفاع أسعار البترول على مخرجات القطاع الصناعي، وذلك بالتطبيق على القطاع الصناعي في تايلاند من خلال مشاهدة الأداء الحقيقي لمؤشر الصناعات في الاقتصاد التايلاندي، وتناولت الدراسة التأثير المشار إليه سابقًا وفق نموذج قياسي تناول مخرجات القطاع الصناعي لتايلاند كمتغير تابع، ومجموعة من المتغيرات المستقلة الأخرى، والتي قد تؤثر على الأداء الحقيقي لمؤشر الصناعات؛ وهي معدلات صرف الدولار الأمريكي، والأسعار العالمية للبترول بالإضافة إلى التطورات في عرض النقود، وذلك خلال فترة الطفرة النفطية الثالثة، أو ما تعرف بالصدمة البترولية الثالثة [(١)].

---

(1) Jiranyakul. K (2006), **" The Impact Of International Oil Prices On Industrial Production: The Case Of Thailand"**, NIDA Economic Review, Volume No 2, PP 12-14

وتوصلت الدراسة إلى أن التغيرات في معدلات صرف الدولار الأمريكي لا يكون لها أي تأثير على المخرجات العينية لقطاع الصناعات، إلا أن التغيرات في الأسعار العالمية للبترول، وكذلك عرض النقود كان لهم تأثيرًا موجبًا على المتغير التابع للدراسة؛ إلا أن هذا التأثير يتولد في الأجل الطويل.

وأهم ما خلصت إليه الدراسة، هو أن تأثير الارتفاع العالمي لأسعار البترول يختلف وفقًا لمدى الدراسة، وفي هذا الشأن فإن الأثر الاقتصادي لارتفاع أسعار البترول على الاقتصاد العيني الصناعي تكون سالبة التأثير في المدى القصير، أما في المدى الطويل فإن الأثر السالب ينتهي وتستطيع الصناعات إعادة تكيف أوضاعها مع المستجدات التي طرأت وتولد أثرًا موجبًا على الأداء العيني لمخرجات القطاع الصناعي على حد التحليل الذي توصلت إليه الدراسة المشار إليها عالية.

وأخيرًا فإن النتائج التي توصلت إليها الدراسة السابقة لا يمكن تطبيقها على الاقتصاد الكلي بالكامل، وذلك حيث إن أداء ومخرجات القطاع الصناعي تعد أحد المتغيرات الاقتصادية الكلية المكونة للناتج المحلي الإجمالGDP [١].

وفي ذات الشأن تناول (Yu Hsing 2007) في دراسته التطبيقية على الاقتصاد الألماني؛ بتناول الآثار الاقتصادية للارتفاع في أسعار البترول، والتغيرات في الناتج المحلي الإجمالي[٢]، ومن ثم معدلات النمو المرتقبة، وتناولت الدراسة تأثير مجموعة من المتغيرات المستقلة، وتأثيرها على مخرجات القطاع العيني (الناتج المحلي الإجمالي) وذلك وفق معلمات النموذج التالي:

---

(1) AllsoPP. C (August 2006), **" Why Is The Macroeconomic Impact Of Oil Different This Time?"**, OXFORD ENERGY FORUM , PP 20-23.

(2) Shign.Y (2007), **" Impact Of Higher Crude Oil Prices And Changing Macroeconomics Condition On Output Growth In Germany"**, International Research Journal Of Finance And Economic, EURO Journal Publishing, PP 5-9.

$$Y = S(Y, R, G, T, F, \mathcal{E}, P) \quad (1)$$

وتختبر الدراسة وفق الدالة سابقة الذكر مدى تأثر الناتج المحلي الإجمالي، أو مخرجات القطاع العين، وتأثر ها بمجموعة من المتغيرات، وهي:R تعبر عن التغيرات في معدلات الفائدة، G تشير إلى الإنفاق الحكومي، F السعر الحقيقي للأسهم، Ɛ تعبر عن معدل الصرف، P تعبر عن أسعار البترول.

وتوصلت الدراسة إلى أن أسعار البترول قد تخلق آثارًا سلبية على مخرجات القطاع العيني، أو تؤثر على الأساس، إنما يتوقف ذلك السعر الحاسم(Critical price) لبرميل البترول، وتشير الدراسة إلى أن السعر الحاسم يعبر عن مدى توافق السعر العالمي لبرميل البترول، ومخرجات الاقتصاد الألماني، ووفقًا لذلك فإن الآثار السلبية تتولد عندما يتجاوز سعر برميل البترول ٤٦,٢٩$ للبرميل، ومن ثم فإن التغيرات في أسعار البترول ستولد أثارًا سلبية على مخرجات القطاع العيني للاقتصاد الألماني.

٢/٢/٢/٣ أسعار البترول والتأثير على التجارة الدولية:

تتأثر التجارة الدولية سواء من حيث الاستيراد أو التصدير بالتغيرات في أسعار البترول، وذلك بالنسبة للدول الغير بترولية، ويمثل التحليل النظري لتأثير أسعار البترول على التجارة الدولية في الاختلال الذي يحدث في شرط التبادل الدولي، أو شرط التجارة الخارجية(***Term of trade***) [1]، ويشير إلى السعر النسبي ما بين قيمة الصادرات، وقيمة الواردات لدولة ما، ومن حيث تأثر الدول بارتفاع أسعار البترول لابد من أن تحدث تغيرات في الجانب السلبي لهذا الشرط ومن ثم يؤثر ذلك على منحنيات العرض(***Offer curves***) للدولة الغير بترولية، وبشكل من الإيجاز تعرض الدراسة الكيفية التي ينتقل بها التأثير السلبي

---

(1) See about the Terms of trade:

- Chacholiadies. M (1990), " International Economic "**, OP-CIT,** PP 47-49
- Chacholiadies. M (1978),**" International Trade Theory and Policy"**, Mcgraw Hill Economic Series, Singapore, PP 60-63.

لأسعار البترول على متغير التجارة الدولية من خلال تحليل قنوات الانتقال عن طريق الاستيراد، أو التصدير (١).

التأثير على تكاليف الاستيراد: بوجه عام يتمثل التأثير السلبي للارتفاع في أسعار البترول على الدول المستوردة وفق مدى استجابة الطلب للتغيرات في الأسعار؛ أي مرونة الطلب السعرية للدولة، هذا و تتسم المرونات السعرية للطلب على البترول بكونها منخفضة جدًا في غالبية الدول غير البترولية، ومن ثم تكون استجابتها للتغيرات في الأسعار منخفضة للغاية، ومن ذلك المدخل فإن ارتفاع أسعار البترول من الممكن أن يخلق أثرًا اقتصاديًا سلبيًا على الدولة المستوردة، ويتجسد هذا الأثر في اتجاهين.

فوفق **الأثر الأول** والمتمثل في التأثير على الدخل الحقيقي للأفراد في الدولة المستوردة والتي تشير إلى الانخفاض في القوة الشرائية والتي يتبعها بالضرورة انخفاض في الطلب العام، لاسيما يزيد من أثر ذلك عند اخذ معيار الريع البترولي للدولة المستوردة والذي يزيد من ذلك الأثر من حيث ارتفاع الضرائب على استهلاك البترول خاصة في الدول الأوروبية والتي تصل الضرائب في بعضها إلى ٧٠%، ومن ثم فإن أثر ارتفاع الأسعار قد يؤدي إلى تأثر الدخل الحقيقي ومن ثم انخفاض الميل إلى الاستيراد، مع مراعاة اختلاف التحليل ما بين الدول البترولية والدول غير البترولية.

وعلى صعيد **الأثر الثاني** من حيث القطاع الصناعي وارتفاع تكاليف الإنتاج، وذلك على حد سواء كانت هذه الصناعات مرتبطة بشكل مباشر أو غير مباشر أو من حيث الروابط الأمامية أو الخلفية مع السلع أو الخدمات التي يتم استيرادها، وسواء كان السلعة محل الاستيراد بترولية أو متأثر ة بارتفاع أسعار

---

(1) See:

- Park. D (2008), **"Macroeconomic Effect Of High Oil Prices"**, Asian Development Outlook، PP 60-72.
- Dickman. A. and Holloway. J (October 2004), **"Oil Market Development And Macroeconomic Implication"**, Reserver Bank Of Australia, PP 1-7.

البترول، لابد من تتأثر المخرجات النهائية بهذا الارتفاع، الأمر الذي يدخل المنتج في حالة من عدم التأكد حول مدى استجابة المستهلك للتغيرات السعرية لاسيما في المنتجات سواء السلعية أو الخدمية ذات المرونات السعرية العالية، ومدى استجابة السوق بشكل عام، لاسيما كما سلف الإشارة في ظل انخفاض مرونة الطلب السعرية للبترول.

التأثير على الصادرات: من أكثر المتغيرات الاقتصادية تأثرًا بارتفاع أسعار البترول لاسيما في وقت الطفرة النفطية الصادرات؛ حيث أشارت دراسة على أكبر الاقتصاديات العالمية (الولايات المتحدة الأمريكية، منطقة اليورو، اليابان) أن ارتفاع أسعار البترول ستؤثر بشكل سلبي على الصادرات، وذلك من حيث تأثر الدخل الحقيقي وانخفاض القوة الشرائية وذلك على نحو سواء من قبل الأفراد أو من قبل القطاعات الصناعية سواء السلعية أو الخدمية، وعلى الجانب الآخر ارتفاع تكاليف النقل[1] من وراء ارتفاع أسعار البترول الأمر الذي كان مناقضا للأساس الذي دعت وفقا له الدول الكبرى لحرية التجارة الدولية وذلك على أساس انخفاض تكاليف النقل على مستوى العالم.

٣/٢/٢/٣ تحليل تأثير أسعار البترول على القطاع النقدي:

يتمثل القطاع النقدي في عرض النقود سواء بالمفهوم الضيق، أو الواسع للاقتصاد المحلي خلال فترة معينة، ومن أهم متغيرات الاقتصاد النقدي، والتي ترتبط بشكل كبير بالتغيرات في أسعار البترول: التضخم، ومعدلات الفائدة، وكلاهما من أهم المتغيرات الاقتصادية تأثيرًا على النشاط الكلي بوجه عام، وذلك كما يلي إيضاحه[٢].

---

(1) TRANSPORTATION ECONOMICS & MANAGEMENT SYSTEMS, INC (October 2008), **" Impact Of High Oil Prices On Fright Transportation:Model Shift Potential In Five Corridors Technical Report"**. TEMS INC,

(2) See:

- IMF (2005), **" Effect High Oil Prices On The World Economy"**, IMF Inflation Report.=

التضخم: من أهم القنوات الاقتصادية التي عن طريقها تنتقل الآثار السلبية لارتفاع أسعار البترول هي: التضخم، والذي يعرف بالارتفاع المستمر والمتواصل في الأسعار بشكل عام، وترتفع معدلات التضخم في الدول المستوردة؛ ويعد ذلك نتيجة لارتفاع فواتير وارداتها من البترول، أو السلع المرتبطة بالصناعات البترولية أو السلع النهائية نتيجة ارتفاع تكاليف الشحن، ومن ثم الخدمات واللوجستيات المرتبطة بها، كذلك الأمر بالنسبة للدول المنتجة للبترول، الأمر الذي سيؤثر على ارتفاع تكاليف الإنتاج، على الجانب الآخر تتأثر الدول المنتجة للبترول بمشكلة استيراد التضخم من الدول المستوردة.

معدلات الفائدة: مع الارتفاعات في معدلات التضخم، تتدخل السلطات النقدية للسيطرة على التضخم عن طريق أدوات السياسة النقدية لكبح جماح زيادة المعروض النقدي، ومن ثم تعمل على رفع معدلات الفائدة، رغبة منها في امتصاص القوة الشرائية، على الجانب الآخر العمل على تخفيض الطلب المحلي، هذا وقد أشارت دراسة أجريت في هذا الشأن حول دور السياسات النقدية في التعامل مع الآثار الاقتصادية لأسعار البترول، حيث قامت هذه الدول بطرح أذون خزانة (سندات حكومية) بهدف تخفيض الطلب المحلي لهذه الدول.

٤/٢/٢/٣ تأثير أسعار البترول على معدلات الصرف الأجنبي:

تعرف معدلات الصرف وفق المفهوم الأمريكي لها على أنها عدد الوحدات من العملة المحلية مقابل وحدة واحدة من النقد الأجنبي، ومن المتغيرات التي تتغير بشدة بالتغيرات في أسعار البترول: معدلات الصرف الأجنبي،

= - Crawford. P. and Frederick. E (2005), **" Energy Prices And The Global Economic Recovery"**, Journal Of Business & Economics Research, Volume 3, Number 1.

- Cologni. A. and Manera. M (September 2005), **" Oil Prices, Inflation, And Interest Rates In A Structural Cointegrated VAR Model For The G-7 Countries"**, IEM – International Energy Markets, Italia, PP 2-10.
- AllsoPP. C (August 2006), " Why Is The Macroeconomic Impact Of Oil Different This Time?" **OP-CIT,** PP 23.

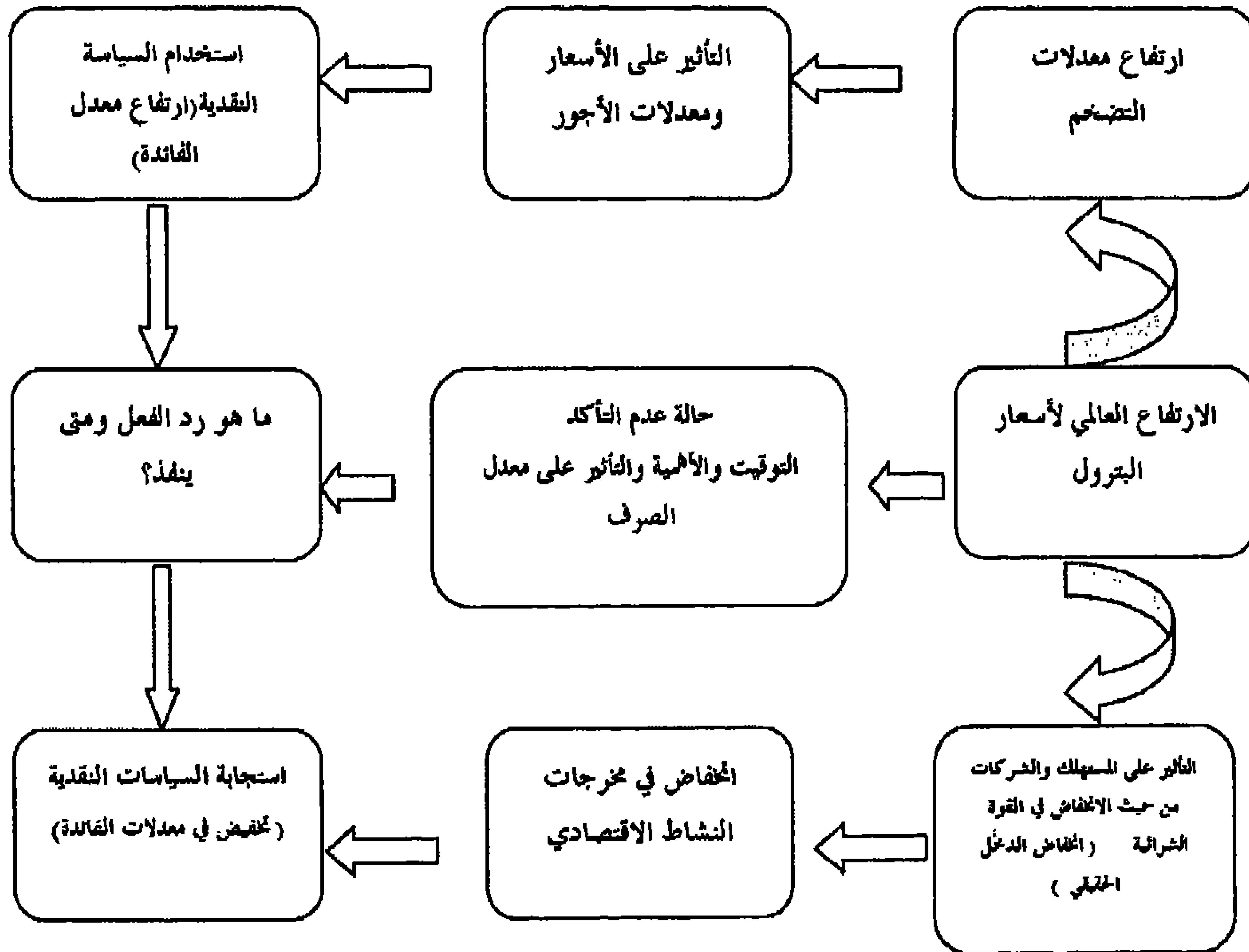
ويتمثل ذلك الأثر في زيادة الطلب العالمي على الدولار والذي يعد بدوره العملة الأساسية للمعاملات البترولية في المجرى العالمي لتجارة البترول بشكل خاص، وعلى الجانب الآخر يعد الدولار العملة الرئيسية لنسبة كبيرة من المعاملات التجارية الدولية(١).

ووفقًا لذلك ومع ارتفاع أسعار البترول، والمنتجات المرتبطة به، وارتفاع الأسعار بشكل عام على مستوى العالم؛ سيؤدي هذا الأمر إلى زيادة الطلب على الدولار الأمريكي مقابل العملة المحلية للدولة، ومن ثم يحدث هذا الأمر تأثيرًا سلبيًا على معدلات صرف العملات المحلية أمام الدولار الأمريكي.

ويعرض لنا الشكل التالي الكيفية التي تنتقل بها الآثار السلبية لأسعار البترول على متغيرات الاقتصاد الكلي.

شكل رقم (٣/١)

قنوات انتقال الآثار السلبية لأسعار البترول إلى الاقتصاد المحلي.



1 Park.D (2008), "Macroeconomic Effect of High Oil Prices", OP-CIT, P 23.

Source: ***Fenton. D. (2004), the economic Impact of high oil prices", the Royal bank of Scotland group, UK, PP 2-9 Available at: www.rbs.co.uk/economics***

ويوضح لنا الشكل السابق الكيفية التي تؤثر بها أسعار البترول على الاقتصاد المحلي، وكذلك التغير في السياسات الاقتصادية للتعامل مع هذه التغيرات، وبداية ومع الارتفاع في أسعار البترول عبر القنوات السابق الإشارة إليها في الجزء السالف من هذا المبحث، يتأثر التضخم إيجابيا في اتجاه ارتفاع أسعار البترول؛ ومن ثم يتأثر كل من الأجور والأسعار العامة ومعها تنخفض القوة الشرائية، الأمر الذي معه لابد من أن تتدخل السياسات النقدية عن طريق أدوات السياسة النقدية، والتي من شأنها أن تعمل على امتصاص جانب من الزيادة في المعروض النقدي وتخفيض الطلب العام[1].

على الجانب الآخر يوضح الرسم المشار إليه عاليًا جانبًا آخر من جوانب الاستجابات السياسية للارتفاع في أسعار البترول، فمع انخفاض القوة الشرائية سواء لدى الأفراد، أو لدى قطاع الأعمال يترتب على ذلك انخفاض في مخرجات القطاع العيني، ومن ثم يعمل صانع القرار الاقتصادي على استخدام السياسات النقدية لتدوير عجلة النشاط الاقتصادي عن طريق تخفيض معدلات الفائدة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الاستثمارات، الأمر الناتج ارتفاع الكفاية الحدية لرأس المال، على الجانب الآخر سيعمل الأفراد ــ القطاع العائلي ــ على إعادة توجيه مدخراتهم إلى قطاعات أخرى نتيجة هذا التخفيض؛ ومن أهمها القطاع المالي، الأمر الذي من شأنه تشجيع الاستثمار غير المباشر، وتيسير التمويل عن طريق الاستثمار غير المباشر.

وفي النهاية ومن العوامل السابقة الذكر، فمع بيان قدر التأثر السلبي للنشاط الاقتصادي على المستوى العيني، قد تتأثر الاستثمارات الأجنبية سلبًا بهذا الارتفاع في الأسعار العالمية للبترول، سواء من حيث تأثر النشاط الاقتصادي

---

(1) Fenton.D (2004), **"The economic Impact of high oil prices"**, the Royal bank of Scotland group, UK. Available at: www.rbs.co.uk/economics .

بشكل كلي، نتيجة التأثير السلبي المحتمل على مخرجات القطاع العيني، الأمر الذي قد يدخل مشروع الاستثمار الأجنبي في حالة من عدم التأكد حول مستقبل الوضع الاقتصادي له، وهذا يتمثل في قدرة المستثمر على الإنتاج، أو على الصعيد الآخر من حيث تأثر الطلب المحلي بالانخفاض في القوة الشرائية وتأثر الدخل الحقيقي بشكل سلبي، كذلك مع ارتفاع معدلات التضخم الأمر الذي سيؤثر بالضرورة على أرباح الاستثمارات الأجنبية القائمة أو المرتقبة، على الجانب الآخر والمتمثل في تأثر معدلات الصرف قد يؤثر ذلك على تحويلات الأرباح لمشروعات الاستثمار الأجنبي.

هذا التأثير المحتمل على الاستثمارات الأجنبية المباشرة قد يحدث في نوعي الاستثمار، سواء كانت مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر القائمة، والتي تعرف بمخزون الاستثمار الأجنبي، أو التدفقات المحتملة للاستثمارات الأجنبية المباشرة، والتي تعرف على أنها تدفقات رؤوس الأموال المنشودة خلال الفترة القادمة.

٣/٣ الفوائض المالية البترولية والاستثمار الأجنبي خلال الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨ " ظاهرة البترودولار":

يهتم هذا الجزء من الدراسة بعرض الأثر الاقتصادي للتغيرات في أسعار البترول على الاستثمار الأجنبي سواء المباشر، أو الاستثمار غير المباشر من بُعدٍ آخر، يتمثل في الفوائض المالية البترولية والتي تعرف باسم ظاهرة البترودولار، وتعد هذه الظاهرة وليدة الطفرة النفطية الأولي في سبعينيات القرن الماضي، والتي تشير بدورها إلى ارتفاع الفوائض المالية للدول المنتجة للبترول، ولعل ذلك يرجع إلى ضعف الطاقة الاستيعابية للدول البترولية من تدوير الفوائض المالية الناتجة عن مبيعات البترول " البترودولار"، مما قد يترتب عليه التأثير على الاستثمار الأجنبي بسبب رغبة الدول البترولية في تدوير هذه الفوائض على الصعيد الدولي.

مع الإشارة إلى أن الفوائض البترودولارية قائمة في كل الأوقات، إلا أنها تزداد حدة؛ لاسيما مع الارتفاع المتواصل في سعر البترول في غضون الطفرة النفطية الثالثة؛ ومن ثم يزداد تأثيرها على الاقتصاد العالمي؛ من حيث

نمط تدوير هذه الفوائض البترودولارية، والذي يأخذ بعدين يتجه الأول إلى زيادة الاستيراد والثاني إلى الاستثمار الأجنبي وهو ما تعني به الدراسة.

٣/٣/١ المفهوم الاقتصادي للعملة البترولية والبترودولار:

نظرًا للتباين في استخدام مصطلح البترودولار في الدراسات الاقتصادية، وكذلك التطورات التي طرأت على السوق الدولي للبترول؛ لاسيما في الفترات الأخيرة، كان من الأنسب بيان في البداية هذا التباين وذلك في توضيح مفهوم العملة البترولية(١)، وذلك على أساس أن هذا المصطلح له ثلاثة استخدامات هي كالتالي:

- تشير العملة البترولية إلى إجمالي العوائد المالية والمحصل عليها من قبل الدول المنتجة، والمصدرة للبترول، والتي عرفت باسم البترودولار نظرًا لارتباط تسعير البترول بالدولار بجانب مجموعة من الاعتبارات الأخرى؛ سيتم إلقاء الضوء عليها فيما يلي؛ والتي كان من شأنها إمكانية إحلال اليورو محل الدولار في مبيعات البترول.
- تعبر العملة البترولية عن الفوائض المالية للدول البترولية، والتي تنتج بسبب ضعف الطاقة الاستيعابية لهذه الدول من تدوير كافة العائدات المالية من البترول، وهذا ما يطلق عليه أيضًا ظاهرة البترودولار، أو ظاهرة تدوير البترودولار(وهذا الجزء الأساسي الذي يتناوله المبحث)، والتي يعبر عنها ببيانات حساب المعاملات الجارية.
- تعرف أيضًا العملة البترولية على أنها كافة العملات المختلفة، والتي تسعى الدول المنتجة، والمصدرة للبترول استخدامها في تعاملاتها في السوق العالمية للبترول، وذلك بهدف الحفاظ على عوائدها المالية من

---

(1) See:

- Lubin D (November 2006), **"Petrodollar, Emerging Market And Vulnerability"**, Economics And Market Analysis, Citigroup, P 2.
- Http://Www.Investopedia.Com/Terms/P/Petrodollars.Asp
- Http://En.Wikipedia.Org/Wiki/Petrocurrency
  Http://En.Wikipedia.Org/Wiki/Petrodollar

مبيعات البترول أمام التقلبات في معدلات الصرف أمام العملات الأخرى.

- وبشكل آخر تعرف العملة البترولية على أنها الوحدة المحاسبية، والتي يتم لها التعامل مع البترول في السوق الدولية له.

ولعل التفسير الاقتصادي لهذا التعدد في المفاهيم المدرجة تحت العملة البترولية يوضح في اتجاهين: **الاتجاه الأول:** خاص بالمعاملات التجارية حول البترول؛ لاسيما اتجاه بعض الدول البترولية إلى تغيير العملة المستخدمة في تعاملاتها البترولية، مثل تحول إيران، وفنزويلا إلى استخدام اليورو؛ كما سيلي إيضاحه كذلك استخدام كندا للدولار الكندي في معاملاتها، وأيضًا بترول بحر الشمال يسعر بالجنيه الإسترليني؛ ومن ثم فإن من السمات الحديثة للتعاملات في السوق العالمية للبترول هي: التحول التجاري من البترودولار كعملة تعبر عن الوحدة المحاسبية للبترول إلى العملة البترولية، والتي توضح العملات المختلفة المستخدمة في المعاملات البترولية، والجانب الآخر يؤكد حقيقية ثابتة مفادها أن المعاملات في السوق العالمية للبترول تنطوي على اعتبارات سياسية تتمثل في الإقلاع عن استخدام الدولار وذلك من قبل العراق عام ٢٠٠٠ ثم إيران، وفنزويلا؛ كما سيلي إيضاحه.

٢/٣/٣ صراع اليورو والدولار والتحول من البترودولار إلى البترويورو:

توضح الدراسة في هذا الجانب سمة جديدة للطفرة النفطية الثالثة، تتمثل في انتقال المنافسة من أسواق الصرف الأجنبي ما بين الدولار واليورو إلى المعاملات البترولية، وإمكانية التحول من استخدام الدولار كعملة أساسية ارتبطت تاريخيًا بتسعير البترول في السوق الدولية للبترول، الأمر الذي ترتب عليه التعبير عن الفوائض المالية البترولية بالدولار، وهذا تفسيرٌ لإطلاق مصطلح البترودولار على هذه الفوائض، وكذلك تكوين الاحتياطيات النقدية من قبل الدول غير البترولية لسداد فواتير البترول.

وعلى الصعيد الآخر يرجع ذلك التفسير إلى النظام النقدي الدولي القائم على اتفاقية بريتون وودز عام ١٩٤٧، والتي من خلالها كان الدولار هو العملة ذات القبول العالمي في ظل تعهد الولايات المتحدة الأمريكية بتحويل الدولار إلى

ذهب عند معدل ثابت للأوقية، حتى مع قيام نيكسون رئيس الولايات المتحدة الأمريكية بإنهاء العمل لنظام قاعدة الذهب؛ وذلك لعلاج العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي قام على الفور بإبرام مجموعة من الصفقات السرية مع المملكة العربية السعودية لضمان استمرار تسعير البترول بالدولار.

هذا الأمر رغبة منه في جعل الدولار العملة الأساسية في المعاملات التجارية داخل السوق العالمية للبترول، على الجانب الآخر كانت الولايات المتحدة الأمريكية هي المستورد الأساسي للبترول من الدول البترولية في تلك الحقبة؛ ومن ثم فإن تسعير البترول وفق عملتها يضعها في وضع اقتصادي أفضل من الدخول في سوق الصرف الأجنبي عارضة للدولار لكي تطلب عملة أخرى؛ لتسوية مدفوعاتها من استهلاك البترول(1).

ولعل ذلك كان تأكيدًا على إطلاق مصطلح البترودولار على المعاملات البترولية. إلا إنه في الوقت الراهن ظهر اليورو كمنافس قوي للدولار، وانتقل هذا الصراع إلى السوق العالمية للبترول، والتي من خلالها أصبح لدينا معاملات تتم باليورو بجانب الدولار، ومن ثم ظهور مصطلح جديد يرتبط بالعملة البترولية وهو البترويورو، هذا التحول يعد من أهم السمات المميزة للطفرة النفطية الثالثة، وهي ظهور عملة جديدة بجانب الدولار؛ نفسر بها المعاملات البترولية من جانب، ومن ثم تكوين الدول البترولية لفوائضها المالية وإيجازًا فإن أهم التعليلات الاقتصادية للتحول إلى البترويورو كالتالي:

---

(1) See:

- Nunan. C (2006), **" Pertodollar Or Petroeuro? :A New Source Of Global Conflict"**, FEASTA, Review No 2, PP 125-129.
- Denny. C. and Elliott. L (September 2003),**"IMF Warns Trade Gap Could Bring Down Dollar"**, The Guardian, United Kingdom. Available:Http://Www.Guardian.Co.Uk/Business/ Story/0,3604, 1045193,00.Html
- Peimani. H (June 2003), **"EU And Iran Talk Trade, Not War"**, Asia Times Available: Http://Www.Atimes.Com/Atimes/Middle_East/EF07AK02.Html

- أن الغالبية العظمى من دول العالم من الدول غير البترولية المستوردة للبترول، ومن ثم فأنها تعمل على تكوين احتياطياتها النقدية بالدولار؛ لكي تتمكن من تسديد فواتيرها من البترول، وفي ظل الانخفاض الملحوظ في معدلات صرف الدولار يترتب عليها بالتبعية ارتفاع قيمة فواتير البترول لتلك الدول، ومن ثم ستعمل هذه الدول على إعادة تكوين احتياطياتها النقدية للتحوط من ارتفاع فواتير البترول لهذه الدول الأمر الذي قد يؤدي بهذه الدول إلى الكساد، وملخص ذلك في انخفاض قيمة الدولار أمام العديد من العملات لاسيما اليورو.
- تحول مجموعة من الدول البترولية إلى استخدام اليورو بدلا من الدولار في معاملاتها البترولية، بداية من العراق، والتحول إلى اليورو في نوفمبر ٢٠٠٠، تلتها إيران لاسيما في ضوء المشاكل السياسية مع الولايات المتحدة، وكذلك تحول فنزويلا إلى استخدام اليورو بدلا من الدولار، وفي ٢٠ مايو ٢٠٠٧ تخلت الكويت عن ربط عملتها بالدولار على أن يتم تكوين سلة من العملات، وعلى أساس أن البترول يعد السلعة الأساسية للكويت؛ فأنها عملت على تداول البترول بعملات مختلفة بخلاف الدولار لتكوين سلة عملاتها المنشودة، وعلى هذا الأساس تولدت الرغبة لدى الدول الخليجية لفك الترابط بالدولار الأمريكي، والتوجه تجاه سلة من العملات الأجنبية بدلاً من العملة الواحدة (1).
- على الجانب الآخر ووفق تقرير بنك التسويات الدولي BIS، من أهم العوامل وراء التحول من البترودولار إلى البترويورو، يرجع إلى رغبة الدول البترولية من الاستفادة من فروق معدلات الفائدة قصيرة الأجل،

---

(1) سلطان ناصر (يوليو ٢٠٠٧)؛ "دول الخليج ستعيد النظر في الربط مع الدولار ويمكنها تحولها إلى عمله أخرى أو سلة عملات"، جريدة الرياض الاقتصادية، الرياض، المملكة العربية السعودية.

- Http://Www.Alriyadh.Com/2007/01/12/Article215650.Html .

والتي كانت في صالح اليورو وذلك خلال عام ٢٠٠٤، وذلك من حيث الاستثمارات الأجنبية المالية غير المباشرة في الودائع البنكية.

وعلى الرغم من ذلك يعد الدولار العملة النقدية الأساسية في تداول البترول في السوق العالمية، سواء من حيث التعاملات في السوق الفورية، أو السوق الآجلة، ولاسيما في السوق المستقبلية، أو السوق الورقية للبترول؛ ولعل ذلك بسبب كون أكبر سوق مال لأسواق المستقبليات يوجد في نيويورك بالولايات المتحدة الأمريكية، كذلك فإن غالبية الدول البترولية تستمر في التعامل بالدولار في معاملاتها البترولية، ولاسيما المملكة السعودية، والتي تعد أكبر منتج للبترول في العالم كذلك الدولة صاحبة أكبر احتياطي

هذا مما يؤكد على استمرار البترودولار هو المفسر للمعاملات التي تتم في السوق البترولية، كذلك هو المعبر عن الاستثمارات الأجنبية للدول البترولية، والتي تعرف بتدوير البترودولار.

ويؤكد الجدول اللاحق وجهة النظر القائمة على استمرار الدولار المتربع على عرش العملة البترولية؛ حتى في ظل الصراع القائم، واليورو حتى مع تحول مجموعة من الدول البترولية له.

وعلى هذا الأساس سيتم استخدام مصطلح البترودولار للتعبير عن الفوائض المالية البترولية؛ متمثلة في الفائض المالي للدول البترولية معبرًا عنه بالدولار الأمريكي.

٣/٣/٣ التحليل الاقتصادي للفوائض المالية البترودولارية:

تشير الدراسة في العرض التالي إلى الأسباب الاقتصادية لظاهرة الفوائض المالية البترودولارية، والتي ظهرت منذ الطفرة النفطية الأولي في سبعينات القرن العشرين إلى الآن؛ وهي تلك الظاهرة التي تعود إلى ضعف الطاقة الاستيعابية للدول البترولية.

١/٣/٣/٣ مشكلة الطاقة الاستيعابية:

تعد مشكلة الطاقة الاستيعابية التفسير الاقتصادي للفوائض المالية البترودولارية، وتلقي الدراسة المزيد من الضوء عليها في سياق العرض التالي.

٣/٣/٣/١/١ المفهوم الاقتصادي للطاقة الاستيعابية:

من خلال استقراء مجموعة من الدراسات الاقتصادية ذات الشأن بالطاقة الاستيعابية(١)، توضح الدراسة المفهوم الاقتصادي للطاقة الاستيعابية على أنه:

مجموعة من العوامل، والمحددات الاقتصادية التي يتوقف عليها قدرة الدولة على تدوير رؤوس الأموال، سواء من المحددات العينية، أو المحددات المالية للاقتصاد المحلي.

٣/٣/٣/١/٢ المحددات الاقتصادية الطاقة الاستيعابية:

أوضح (***Jan Pavl 2003***)، وكذلك(***Leonid Smolyas2006***) أن محددات الطاقة الاستيعابية(٢) تنقسم إلى:

---

(1) See:

- Smolyar. L (May 2006), **" Petrodollar: Tracking The Flow And Investment Of Oil Windfalls – Today VS 1970's 1980's"**, Leonard N.Stern School Of Business, New York University, PP 17-18.
- Šumpíková. M., Pavel. J and Klazarl. S (2003), **" EU Funds: Absorption Capacity and Effectiveness of Their Use, With Focus on Regional Level in The Czech Republic"**, The Grant Agency Of The Czech Republic, Working Paper No 402/03/1221.

(2) See:

- Girma. S. and Gorg. R (2005), **" Foreign Direct Investment, Spillovers And Absorptive Capacity: Evidence From Quantile Regressions"** , Deutsch Bundesbank, Discussion Paper Series 1: Economic Studies No 13, PP 5-8.
- Smolyar. L (May 2006), " Petrodollar: Tracking The Flow And Investment Of Oil Windfalls – Today VS 1970's 1980's", Op-Cit, PP 2-8.
- Šumpíková. M., Pavel. J and Klazarl. S (2003), " EU Funds: Absorption Capacity and Effectiveness of Their Use, With Focus on Regional Level in the Czech Republic", Op-Cit.

١- محددات الاقتصاد الكلي:

وهي بدورها مجموعة العوامل التي ترتبط بأداء الاقتصاد الكلي، مثل معدل النمو في الناتج القومي الإجمالي، ومعدلات التضخم، ومعدلات النمو في الاستثمارات القائمة.

٢- القدرات المالية للدولة:

وتشير هذه الجزئية إلى قدرة سوق المال في التخصيص الأمثل للموارد المالية إلى الموارد ذات الكفاءة والقيمة المضافة الأعلى.

٣- القدرات المؤسسية:

وتشير الدراسة بذلك المتغير إلى القدرة والكفاءة لمؤسسات الاقتصاد المحلي على إعداد الخطط والبرامج، والتي من شأنها تحقيق الكفاءة الاقتصادية، وكذلك تنفيذ المشاريع والبرامج في التوقيت المناسب، والتي تعمل على تحقيق الاستيعاب الأمثل لرؤوس الأموال.

٤- حجم السكان:

حيث إن ارتفاع حجم السكان سيترتب عليه مزيد من الاستهلاك، والتنوع، والاختلاف في الأذواق، وارتفاع الطلب في السوق المحلي لهذه الدول، على الجانب الآخر فإن ارتفاع حجم السكان سيترتب عليه ارتفاع عنصر العمل؛ الأمر الذي يعد عاملاً مهمًا في التدوير وتكوين صناعات جديدة.

٥- حجم السوق:

حيث كلما اتسم السوق المحلي بضيق الحجم كلما دل ذلك على انخفاض القدرة الاستيعابية للسوق من استيعاب رأس المال المرغوب في استثماره، ومثال على ذلك فإن حجم السوق الذي لا يستوعب غير عدد معين من مخرجات أحد المصانع، ومن ثم فإن ذلك سيؤثر على الطاقة الإنتاجية لهذه الصناعة، وبالتالي معدل الاستثمار، والتدوير بها سيكون منخفضًا.

٦- الموارد الطبيعية:

وتضيف الدراسة عاملاً آخر من العوامل ذات الشأن بضعف القدرة الاقتصادية للدول البترولية عن استيعاب تلك الفوائض الدولارية؛ تتمثل

في عدم وفرة موارد اقتصادية تؤدي إلى تنوع الهيكل الإنتاجي في هذه الدول؛ لاسيما الدول العربية منها، وتأكيدًا على ذلك العامل محل المناقشة نجد احتلال قطاع الصناعات الاستخراجية للنسبة الكبيرة من الهيكل الإنتاجي لهذه الدول حتى مع الارتفاع الكبير في البترودولار خلال فترة الدراسة، فقد احتل قطاع الصناعات الاستخراجية نسبة ٨٢,٦% في القطاع الصناعي للدول العربية البترولية في عام ٢٠٠٥، وفي نفس العام احتلت نسبة قطاع العمليات الاستخراجية من الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول حوالي ٤٣,٣ %، وهذا بالمقارنة بـــ ٧١,٣ % من القطاع الصناعي و ٢٦,١% من الناتج المحلي الإجمالي لعام ٢٠٠١، في حين بلغت في العراق ٩٦,٧% من القطاع الصناعي، و ٨١,٧ % من الناتج المحلي الإجمالي لعام ٢٠٠٥ وفي ليبيا، والجزائر، والكويت، وقطر احتل قطاع الصناعات الاستخراجية ثلث الصناعات الاستخراجية كنسبة من الناتج الصناعي لتلك الدول ٩٦,٧% و ٩١,٤% و ٨٨%و ٨٧,٦% على الترتيب.

ويوضح الجدول رقم (١/٣) بالملحق الإحصائي تطور السكان في دول الأوبك خلال فترة الدراسة، ويشير الجدول السابق إلى انخفاض عدد السكان في غالبية الدول البترولية؛ لاسيما دول الخليج، مما يشير إلى ضعف القدرة الاستيعابية لهذه الدول من إحداث التدوير الداخلي لفوائضها المالية، على الجانب الآخر فبالرغم من الارتفاع في معدل النمو السكاني في بعض الدول البترولية؛ مثل: الإمارات العربية المتحدة بمعدل نمو ٣٩,١٥ % خلال فترة الدراسة، وفي دولة قطر بنسبة ٣٩,٤٥ %، وفي دولة الكويت ٣١,٢٨ %، إلا أنها كانت أقل من استيعاب البترودولار خلال فترة الدراسة.

٤/٣/٣ العائدات المالية من البترول:

تعد أسعار البترول وثيقة الصلة في تكوين الفوائض المالية البترودولارية لدول الأوبك، حيث مع ارتفاع أسعار البترول، وفي ظل ضيق قدرة اقتصاديات الدول البترولية على استيعاب تلك العوائد المالية؛ تتكون من ورائها الفوائض البترودولارية، والتي تقاس بفائض ميزان المعاملات الجارية،

كما سيتم توضيحه لاحقًا، وفي هذا الشأن فقد أوضح David Lubin2007[1] أن أسعار البترول هي المحدد الأساسي لزيادة العوائد البترودولارية، ومن ثم تكوين الفوائض البترودولارية، وهذا التأكيد يفيد أن ارتفاعات أسعار البترول هي المحدد الأساسي لتكوين العائدات المالية، وليس ارتفاع الطلب على البترول – مثلا– أو انخفاض الريع البترولي.

حيث أشارت الدراسات الاقتصادية في هذا الشأن إلى أن ارتفاع سعر برميل البترول بـــ ١٠$ يترتب عليها زيادة الفوائض المالية ــ وليس العائدات المالية ــ بحوالي ٨٠ مليار دولار أمريكي.

وفي هذا الشأن فإن أحد الدراسات قدرت ما يقرب من ٥٠$ من كل برميل يعد مناسبًا لمستوى مقبول من التنمية للدول البترولية، والذي يتجه بشكل مباشر إلى الواردات من الخارج، وما يزيد عن هذا السعر يعد فائضًا يوجه إلى الاستثمار الأجنبي، وتمويل الأصول الأجنبية في الدول غير البترولية.

وعلى صعيد التحليل الاقتصادي لترابط أسعار البترول، والفوائض البترودولارية المتجهة إلى تمويل الأصول الأجنبية، أوضحت دراسة معهد "McKinesy 2008[2] أن عند سعر ٥٠ دولارًا لبرميل البترول ترتفع الفوائض البترودولارية الموجهة إلى الأصول الاقتصادية بنوعيها(العينية والمالية) إلى ما يقرب من ٣٨٧ مليار دولارًا في العام الواحد، ووفق ذلك فإن معدل الفوائض البترودولارية يزداد بأكثر من مليار دولارًا لليوم الواحد عن سعر ٥٠ دولار للبرميل، وعلى نفس المنوال السابق الذكر فإن وصول سعر برميل البترول إلى ٧٠ دولارًا للبرميل يصل بالفوائض المالية البترودولارية الموجهة إلى الأصول الأجنبية إلى ما يقرب من ٦٢٨ مليار دولارًا في العام الواحد، أي ما يقرب من ٢ مليار دولارًا مستثمرة لليوم الواحد. وبالتوافق مع

---

(1) Lubin. D (November 2006), "Petrodollar, Emerging Market And Vulnerability", **Op-Cit**, PP **2-5.**

(2) Farrell. D. and Lund. S (2008), **" The New Role of Oil Wealth in the World Economy"**, Mckinesy & Company, Prospective On Corporate Finance and Strategy No 26. PP 3.

السيناريو المقترح من الدراسة السابقة فإن الأصول الأجنبية الممولة من قبل البترودولار تقدر في عام ٢٠١٢ بحوالي ٦,٩ تريليون دولارًا.

وفي حال تحليل السيناريو الأسوأ لتطورات أسعار البترول في المدى المتوسط، وبفرض وصول أسعار البترول إلى ٣٠ دولارًا للبرميل، هذا يشير إلى وصول حيازة الأصول الأجنبية من قبل الدول البترولية إلى ما يقدر ب ٤,٨ تريليون دولارًا خلال ٢٠١٢.

٣/٣/٤/١تطور العائدات المالية للدول البترولية خلال فترة الدراسة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨:

تطورت العائدات الدولارية خلال فترة الدراسة للدول البترولية، والناتجة عن الارتفاع المستمر والمتواصل والغير متوقع لأسعار البترول خلال الطفرة النفطية الثالثة، الأمر الذي كان له التأثير في الاتجاه الإيجابي على زيادة أرباح الدول البترولية، وفي ظل ضعف الطاقة الاستيعابية للدول البترولية نرجع إلى مشكلة تدوير تلك الفوائض، وبيان لأي مدى يمكن أن يؤثر على الاستثمارات الأجنبية في الدول غير البترولية.

ويوضح الجدول رقم (٢/٣) بالملحق الإحصائي التطور الناتج في العائدات المالية من صادرات دول الأوبك خلال فترة الدراسة، والتي يعد البترول أحد المصادر الأساسية في صادرات تلك الدول، وتعرض الدراسة العائدات المالية، وتطورها بشكل عام خلال فترة الدراسة لتوضيح الأثر الاقتصادي لارتفاع أسعار البترول على إجمال الصادرات من الدول البترولية، على أن يتم توضيح تطور العائدات من نشاط البترول في الجزء اللاحق من هذه الدراسة.

وبمراجعة الجدول رقم (٢/٣) بالمحلق الإحصائي، نلاحظ الارتفاع في العائدات المالية لدول الأوبك خلال هذه الفترة، فقد ارتفعت العائدات المالية للجزائر من ١٨,٥٠٨ مليون دولارًا أمريكي عام إلى ٧٧,٢٩٣ مليون دولارًا عام ٢٠٠٨ بنهاية عهد الطفرة النفطية الثالثة، ودخول العالم في مراحل الأزمة الاقتصادية العالمية بمعدل نمو ٣١٧,٦٣ %، كذلك الأمر بالنسبة لصادرات الكويت؛ فقد ارتفعت من ١٩,٤٣٦ مليون دولارًا خلال ٢٠٠٠ إلى ٨٧,٥٠٠

مليون دولارًا بنهاية ٢٠٠٨ بمعدل ارتفاع خلال فترة الدراسة ٣٥٠,١٩ %؛ وبارتفاع عن قيمة صادرات ٢٠٠٧ بحوالي ٢٥ مليون دولارًا.

وعلى نفس النهج السابق ارتفعت العائدات المالية لكل من قطر، والسعودية، والإمارات، وفنزويلا من ١١,٤٠٩، و ٧٧,٤١٨، و ٤٩,٨٥٣، و ٣٣,٥٢٩ مليون دولارًا أمريكي خلال عام ٢٠٠٠ على الترتيب إلى ما يقدر بـــ ٥٥,٩٧٥، و ٣٠٤,٣٦٢، و ٢١٠,٠٠٠، و ٨٣,١٦٦ بنهاية عام ٢٠٠٨ على التوالي، وذلك بمعدل نمو خلال فترة الدراسة ٣٩٠,٤٦ %، و ٢٩٢,٨٢ %، ٣٢١,٣٩ %، و ١٤٨,٠٤ % للدول الأربع سابقات الذكر على التوالي.

وتعد إندونيسيا هي أقل دول الأوبك نموًا في العوائد المالية لصادراتها بمعدل نمو وصل إلى ١٢٥,٧٢ %، وبوجه عام عن حال التدفقات المالية من إجمالي الصادرات لدول الأوبك ارتفعت من ٣٢٧,٣٤٨ مليون دولار بنهاية عام ٢٠٠٠ إلى ١,٣٥٦,٠١٤ مليون بنهاية ٢٠٠٨ بمعدل نمو اقترب من ٣١٤,٢٤ % خلال فترة الدراسة، وبنهاية الأمر يوضح الجدول السابق حجم التطور في القيمة المالية لصادرات الدول البترولية الأعضاء في أوبك خلال فترة الدراسة، والذي يعد مؤشرًا واضحًا على مدى الارتفاع الكبير في الفوائض المالية لهذه الدول.

ويوضح الجدول رقم (٣/٣) تطورات العائدات المالية لدول الأوبك من تصدير البترول خلال فترة الدراسة، ومما هو جدير بالذكر نجد إنه بالمقارنة بالجدول رقم (٢/٣) والجدول الحالي يوضح أن النسبة الكبيرة من العائدات المالية للدول البترولية الأعضاء في أوبك متكونة في الأساس من نشاط التعامل في البترول الأمر الذي يمكن معه على إطلاق مصطلح البترودولار على العائدات المالية للدول البترولية الأعضاء في أوبك.

وعلي سبيل التوضيح نجد بالمقارنة للعائدات المالية للدول البترولية في ٢٠٠٧ مثلا ما بين الجدول رقم (٢/٣)، والجدول رقم (٣/٣)، وبالنظر إلى المملكة العربية السعودية نجد أنها حققت عائدًا ماليًا من إجمالي التصدير يقدر بحوالي ٢٣٤,٣٦٢ م / دولار أمريكي، تمثل مبيعات البترول منها خلال نفس السنة ما يقدر ٢٠٦,٤٨٠ م / دولار أمريكي، وكذلك الأمر بالنسبة لغالبية الدول

الأعضاء في أوبك، وهذا دليل على مدى مساهمة البترول وأسعار ه خلال فترة الطفرة النفطية الثالثة في زيادة العائدات المالية لدول الأوبك.

وبالعودة إلى تحليل تطور العائدات المالية البترولية للدول الأعضاء في أوبك، نجد ارتفاعا كبيرًا في هذه التدفقات البترودولارية خلال فترة الدراسة بالمقارنة بأعوام ما قبل الطفرة النفطية الثالثة، حيث ارتفعت العائدات البترودولارية لدولة الجزائر من ١٤,٢٠٤ مليون دولار خلال نهاية عام ٢٠٠٠ إلى ٤٧,٠١٨ مليون دولار خلال ٢٠٠٨؛ بمعدل ارتفاع وصل إلى ٢٣١,٠١ % خلال فترة الدراسة، وكذلك الأمر بالنسبة لدولة الكويت فقد ارتفعت العائدات البترودولارية من ١٨,١٨٥ مليون دولار عام ٢٠٠٠ إلى ما يقرب من ٨٤,٣٤٨ مليون دولار عام ٢٠٠٨ بمعدل ارتفاع وصل إلى ٣٦٤,٣٢ % خلال فترة الدراسة.

ويتماثل التأثير الإيجابي بالنسبة للجماهيرية الليبية فقد حققت عائداتها البترودولارية ١٢,٢٣٠ مليون دولار عام ٢٠٠٠ ارتفعت لكي تصل إلى حد ٥٥,٢٠٠ مليون دولار بمعدل نمو خلال فترة الدراسة يصل إلى ٣٥١,٣٤ %، وحققت المملكة السعودية صاحبة النصيب الأكبر من الاحتياطي العالمي من البترول عوائد بترودولارية وصلت إلي ٢٨٣,٢١٥ مليون دولار عام ٢٠٠٨ من عائد محقق عام ٢٠٠٠ يقدر ب ٧٠,٨٦٦ مليون دولار؛ حيث وصل معدل النمو في هذه العوائد إلى ما يقرب من ٢٩٩,٦٤ % خلال فترة الدراسة

وبالنظر إلى دولة الإمارات، والتي تتسم بعدم الاعتماد الكلي على صادرات البترول في هيكل صادراتها؛ حيث بالمقارنة ما بين الجدول رقم (٢/٣) والجدول رقم (٣/٣) بالملحق الإحصائي، نجد أن العائدات البترولية تمثل ما يقرب من ٥٠% من عائدات الصادرات الإماراتية، كما أن العوائد البترودولارية نمت خلال فترة الدراسة بمعدل يقترب من ٢٩١,٩٩ % من ٢٦,١٤٨ مليون دولار للعائدات البترودولارية لعام ٢٠٠٠ إلى ١٠٢,٥٠٠مليون دولار للعوائد البترودولارية لعام ٢٠٠٨. كذلك الأمر بالنسبة لدولة قطر والتي وصل معدل نمو عائداتها البترودولارية خلال فترة الدراسة إلى ما يقرب من

٣٩٠,٤٦ % من ١١,٤٠٩ مليون دولار عام ٢٠٠٠ إلى ٥٥,٩٥٧ مليون دولار لعام ٢٠٠٨ بنهاية الطفرة النفطية الثالثة.

وبنهاية التحليل لتطور العائدات البترودولارية، ومعدلات خلال فترة الدراسة نجد على مستوى دول أوبك بالكامل قد ارتفعت العائدات البترودولارية من حوالي ٢٦٦,٠٥٦ مليون دولار عام ٢٠٠٠ لكي ترتفع بمعدل نمو بنهاية ٢٠٠٨، و الربع الأخير منه قد تدهور في أسعار البترول إلى ما يقرب من ٢٧٨,٣٣ % خلال فترة الدراسة محققًا حوالي ١,٠٠٦,٥٨٠ مليون دولار.

٢/٤/٣/٣ تطور الفوائض البترودولارية خلال فترة الدراسة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨:

في بداية التحليل الآتي نود التفرقة ما بين مفهوم الفوائض البترودولارية، والعوائد البترودولارية، حيث إن الأول يشير إلى القدر من البترودولار الذي لم يتم استيعابه من خلال الاقتصاديات المحلية للدول البترولية والذي يعود بنا في الأساس إلى مشكلة الطاقة الاستيعابية للدول البترولية والتي تزداد حدة في أوقات الطفرات النفطية، إلا أنها قائمة في كافة الأوقات، ولكن تزداد حجمًا وتأثيرًا في أوقات الطفرات النفطية، أما على الجانب الآخر: فإن مصطلح العوائد البترودولارية يشير إلى التدفقات المالية، والناتجة عن تصدير البترول للدول الغير البترولية، ونعرض في هذا الجزء التطورات البترودولارية لدول الأوبك خلال فترة الدراسة.

يوضح الجدول رقم (٤/٣) بالملحق الإحصائي؛ تطورات ميزان العمليات الجارية لدول الأوبك خلال فترة الدراسة التي شهدت الطفرة النفطية الثالثة بنهايات ٢٠٠٢، نجد إنه قد ارتفع الفائض في ميزان العمليات الجارية لدولة الكويت من ٩,١٤٢ مليون دولار في عام ٢٠٠٠ إلى ٣٧,٠٨٢ عام ٢٠٠٨، وكذلك الأمر بالنسبة لدولة الكويت، والتي ارتفع فائض ميزان معاملاتها الجارية من ١٤,٦٧١ مليون دولار لعام ٢٠٠٠ إلى ٦٣,٩٣٩ مليون دولار لعام ٢٠٠٨ بنهاية الطفرة النفطية الثالثة، ودخول العالم في مرحلة كساد اقتصادي بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية، وفي الجماهيرية الليبية ارتفع الفائض من ٦,٢٧٠ مليون دولار لحسابات عام ٢٠٠٠ إلى أن وصلت إلى ٣٦,٥٧٩ مليون

دولار لعام ٢٠٠٨، ويتماثل الأمر من تأثير ارتفاع أسعار البترول خلال فترة الدراسة على موازين العمليات الجارية لكل من دولة قطر، والمملكة السعودية، والإمارات العربية؛ حيث ارتفع الفائض من ٤,٥٧٦، و ١٤,٣١١٧، و ١٤,١٤٤ مليون دولار لعام ٢٠٠٠ على الترتيب إلى أن وصل إلى ما يقرب بنهاية عام ٢٠٠٨ إلى ٣٢,١٩٥، و ١٤١,٨٠٠، و ٤٣,١٠٠ للدول السابقة الذكر على الترتيب.

وبالنظر إلى موقف دول الأوبك بالكامل نجد إنه قد ارتفع الفائض في ميزان العمليات الجارية من ٩٤,٠٠٩ مليون دولار لعام ٢٠٠٠ وصل بنهاية الطفرة النفطية الثالثة إلى ما يقرب من ٣٦٥,٠٩٤ مليون دولار لعام ٢٠٠٨ بمعدل نمو خلال فترة الدراسة وصل إلى ما يعادل ٣٩٦,٢٧ %.

وبالإطلال على معدلات النمو في فوائض ميزان العمليات الجارية لدول الأوبك خلال فترة الدراسة نجد إنه قد حققت الجزائر معدل نمو اقترب من ٣٠٥,٦٢ %، ووصل معدل النمو لدولة الكويت إلى ما يقترب من ٣٣٥,٨١% خلال فترة الدراسة، وفي الجماهيرية الليبية وصل معدل النمو في فوائض ميزان العمليات الجارية إلى ٤٨٣،٣٩٧%، وفي المملكة السعودية وصل إلى ٨٩٠,٤٣%، وفي الإمارات العربية وصل إلى ٢٠٤,٧٢% خلال عهد الطفرة النفطية الثالثة.

٣/٣/٥ تدوير الفوائض المالية " مدخل نظري":

توضح الدراسة في هذا الشأن الإطار النظري لتدوير الفوائض المالية [1] للدولة بوجه عام، وتعرض الدراسة معادلة التوازن لميزان المدفوعات والتي توضحها الدراسة في الصيغة التالية:

---

(1) يراجع في هذا الشأن:

- سامي خليل (٢٠٠٧)، "الاقتصاد الدولي"، الكتاب الثاني، دار النهضة العربية، القاهرة، ص ٧٧٧-٧٧٨.

- Albrecht. D (2008), **" Beyond The Barrel: Investing The New Petrodollar Wealth"**, Available at: Www. Davidralbrecht. Com/Media/Econ420-Dra-Capitalflows.Pdf .=

$$X- M + CAP = \Delta Res \quad (1)$$

وتشير المعادلة سابقة الذكر حالة التوازن لميزان المدفوعات حيث يعبر الرمز **X** عن إجمالي قيمة الصادرات للدولة خلال فترة معينة، ويعبر الرمز **M** عن إجمالي قيمة واردات الدولة خلال فترة معينة، ويعبر **CAP** عن صافي تدفقات رؤوس الأموال إلى داخل الدولة، في حين يعبر **ΔRes** عن التغير في الاحتياطيات النقدية للدولة.

ولتوضيح الكيفية التي يتم بها تدوير عائدات الصادرات للدولة، لابد من الأخذ في الاعتبار إلى أي جهة تنتقل هذه الأموال، فهناك اتجاه لزيادة الواردات بنوعيها السلعي والخدمي، والاتجاه الآخر يتمثل في زيادة نسبة أو نصيب الدولة في الأصول الخارجية في الدول الأجنبية بنوعيها؛ كما سلف الإشارة في الفصل الثاني من هذه الدراسة من حيث الأصول المالية، أو الأصول العينية، وكلاهما يعد من قبل التمويل الخارجي، ومن هذا العرض تعيد الدراسة صياغة المعادلة رقم (١) السابقة الذكر على النحو التالي:

$$X = M+ (\Delta Res- CAP) \quad (2)$$

وتبين الدراسة بإعادة صياغة المعادلة رقم (٢) أن العائدات المالية للصادرات يتم تدويرها في الإنفاق على الواردات، والتمويل الخارجي للأصول الأجنبية، مع الأخذ في الاعتبار تدفقات رؤوس الأموال من الخارج إلى داخل الاقتصاد المحلي، وذلك على أساس أن الفوائض المالية تقاس بوضع ميزان المعاملات الجارية للدولة.

ومن خلال العرض السابق يتضح لنا الإطار العام لتدوير عائدات الصادرات ما بين الاتجاهات التجارية والقنوات المالية، مع العلم بأن الاتجاه المالي يأخذ بعدين يتمثل البعد الأول في الاتجاه الداخلي في محاولة الدولة

= - Ruiz.J. and Vilarubia. J (2007), **"International Recycling Of Petrodollars"** BANCO DE ESPAÑA, Working Paper No 0605, PP 2-18.

- Arezki. R. and Hasanov. F (April 2009), **" Global Imbalances And Petrodollars"**, IMF, Working Paper No 89/09 .

لتمويل الدين العام لدى الدولة، والاتجاه الخارجي في تمويل استثماراتها من الأصول الأجنبية، فإنه من الممكن توضيح نمط وقنوات تدوير العائدات المالية للصادرات على النحو التالي:

$$I = M/X + (\Delta Res - CAP)/X \quad (3)$$

ومن ثم فإن متوسط تدوير قيمة الصادرات يتجه إلى زيادة قيمة الصادرات كنسبة من قيمة الصادرات وإلى الزيادة في حيازة الأصول الأجنبية كنسبة من إجمالي قيمة الواردات.

وبتطبيق العرض السابق على الفوائض البترودولارية، والتي تتمثل في زيادة الفوائض المالية الناتجة عن ارتفاع قيمة الصادرات البترولية خلال فترة الدراسة إلى اتجاهين، يمثل الشق التجاري والذي يعبر عنه بالزيادة في نسبة الواردات، والجانب الآخر يتمثل في الجانب المالي، أو التمويل الخارجي للأصول الأجنبية بنوعيها المالي والعيني.

ونوضح في العرض التالي نمط تدوير الفوائض البترولية بشقيها المالي والتجاري، مع التركيز على الجانب المالي حيث كونه الأكثر تأثيرا على الاستثمار الأجنبي المباشر للدول البترولية.

وقبل أن تخوض الدراسة في تحليل نمط تدوير الفوائض البترودولارية، تفرق الدراسة ما بين مفهوم التدوير كما سلف الإشارة، والتي تتم وفق المعادلة السابقة الذكر، والدراسة المقارنة ما بين التدوير ما بين فترتين أو نقطتين في سلسلة زمنية من تطورات العائدات المالية ونمط تدويرها لأحد أو لمجموعة من الدول بشكل عام، أو من ناحية الفوائض البترودولارية بشكل أكثر تحديدًا، ويفيد ذلك في إجراء الدراسات المقارنة ما بين تدوير الفوائض البترودولارية في أوقات الطفرات النفطية، وذلك وفق المعادلة التالية :

$$I = dM/dX + (-dCap/dX + d\Delta Res/dX) \quad (4)$$

وتوضح المعادلة سابقة الذكر المقارنة لتدوير الفوائض المالية بوجه عام مابين فترتين زمنيتين، وذلك على أساس البعدين الأساسيين في تدوير الفوائض المالية، فمن حيث الجانب التجاري نقارن الفرق ما بين قيمة الواردات للفترتين كنسبة من الاختلاف في قيمة الصادرات لنفس الفترتين، وذلك ما يعبر

عنه بالشق الأول من المعادلة رقم (٤) dM/ dX، وبنفس الأمر بالنسبة للشق الثاني من المعادلة، والذي يعبر عن الاختلاف في التدوير المالي ما بين الفترتين كنسبة في الفرق ما بين قيمة الصادرات لتلك الفترتين والتي يعبر عنها بالمقدار:

$$(- dCap / dX + d \Delta Res/ dX)$$

٣/٣/٥/١ التدوير التجاري للفوائض المالية:

كما سبق الإشارة فإن التدوير للعائدات البترودولارية، والناتجة عن الزيادة في قيمة الصادرات البترولية، يأخذ نمط الزيادة في الواردات السلعية والخدمية للدول البترولية [١]، وفي هذا الشأن نوضح عن طريق استعراض الجدول التالي تطورات الواردات للدول البترولية، إلى أي مدي أثر الارتفاع في العائدات البترودولارية على نمط الواردات لهذه الدول [٢].

وقبل أن نخوض في العرض اللاحق نود التأكيد على التفرقة ما بين مفهوم تدوير العوائد المالية، وتدوير الفوائض المالية، حيث إن الإنفاق على الواردات، أو الجانب التجاري يدخل ضمن تدوير العائدات المالية، أما الجانب المالي؛ أو الجزء الخاص بتمويل الأصول الأجنبية يدخل ضمن مسمى تدوير الفوائض المالية، والتي سبق أن أشرنا أنها تمثل الفائض في ميزان المعاملات الجارية.

ويوضح الجدول رقم (٣/٥) بالملحق الإحصائي؛ التطورات في قيمة الواردات لدول الأوبك خلال فترة الدراسة، ويبرز التطور في الواردات لدول

---

(1) See:

- Ruiz. Jand Vilarubia. J (2007), **"International Recycling Of Petrodollars"** BANCO DE ESPAÑA, Working Paper No 0605, PP 2-18.
- Higgins, M, Klitgaard, T, and Lerman. R (December 2006)), **"Recycling Petrodollars"**, FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK, Volume 12, Number 9, PP3-4.

(2) Beck. R and Kamps. A (February 2009), **"Petrodollars And Imports Of Countries"**, European Central Bank, WORKING PAPER SERIES NO 1012.

الأوبك الدور الذي لعبه الارتفاع في أسعار البترول؛ ومن ثم ارتفاع العائدات البترودولارية خلال فترة الدراسة، حيث ارتفعت قيمة الواردات بشقيها السلعي والخدمي للدول البترولية على النحو التالي.

حيث ارتفعت قيمة الواردات لدولة الجزائر من ٦,٢٠١ مليون دولار لعام ٢٠٠١ إلى ٣٨,٠٦٠ مليون دولار بنهاية عام ٢٠٠٨، بالرغم من دخول الاقتصاد العالمي في أجواء الأزمة الاقتصادية العالمية، وذلك بمعدل نمو في قيمة الصادرات خلال فترة الدراسة وصل إلى ٣١٣,٦٥ %، وعلى نفس النهج السابق ارتفعت واردات العراق متأثر ة بالارتفاع في العائدات البترودولارية خلال فترة الدراسة من ١٣,٢١٠ مليون دولار لعام ٢٠٠٠ إلى ٣٧,٢١٩ مليون دولار لعام ٢٠٠٨ بمعدل ارتفاع خلال فترة الدراسة قدر بحوالي ١٨١,٧٤ %.

وفي دولة الكويت ارتفعت القيمة الإجمالية لوارداتها خلال الفترة محل الدراسة من ٧,١٥٦ مليون دولار لعام بمعدل نمو يقدر بحوالي ٢٦٤,١٦ % بنهاية عام ٢٠٠٨، وبنهاية الطفرة النفطية الثالثة ودخول الاقتصاد العالمي في مرحلة كساد؛ حيث حققت قيمة الواردات ٢٦,٠٦٠ مليون دولار، وفي الشأن الليبي ارتفعت القيمة الإجمالية للوردات من ٤,٠١٨ مليون دولار لعام ٢٠٠٠ وصولاً إلى ٢٧,٩٠٧ مليون دولار لعام ٢٠٠٨، وذلك بمعدل ارتفاع يقترب من ٥٩٤,٥٤% خلال فترة الدراسة.

ووصل معدل النمو في قيمة الواردات للمملكة السعودية خلال فترة الدراسة بحوالي ٢٨٩,٩١% بارتفاع من ٣٠,١٧٩ مليون دولار بنهاية عام ٢٠٠٠ إلى ١١٧,٦٧٣مليون دولار بنهاية عام ٢٠٠٨، ووصل معدل ارتفاع قيمة الواردات الإماراتية ما يقرب من ٤٠١,٩٢% بينما وصل معدل ارتفاع قيمة الواردات لدولة قطر إلى ٦٢٢,٩٦ % خلال فترة الدراسة، وعن وضع قيمة الواردات لدول الأوبك بشكل عام ارتفعت القيمة الإجمالية للواردات من ١٩١,٧٩٠ مليون دولار بنهاية عام ٢٠٠٠ إلى ما يقرب من ٧٥٧,١٢٨ مليون دولار بنهاية عام ٢٠٠٨، وذلك بمعدل نمو خلال فترة الدراسة يقدر بـــ ٢٩٤,٧٦%.

٣/٣/٥/٢ التدوير المالي للفوائض البترودولارية:

يعرف التدوير المالي للفوائض البترودولارية إلى جانبين أساسيين بالنسبة للدول البترولية؛ يتمثل **الجانب الأول**: في زيادة الاحتياطيات الأجنبية من قبل السلطات النقدية لهذه الدول، **والجانب الثاني**: يتمثل في امتلاك وتمويل أصول أجنبية خارج الدولة؛ لاسيما في ظل اتسام غالبية الاقتصاديات البترولية بانخفاض الطاقة الاستيعابية لديها، فتعمل هذه الدول على تنمية استثماراتها الأجنبية سواء في الأصول المالية، أو الأصول العينية، وذلك عن طريق مجموعة من القنوات التي تعمل على نقل الفوائض البترودولارية خارجيًا عن طريقها؛ والتي سيلي شرحها في الجزء اللاحق(١).

٣/٣/٦ قنوات انتقال الفوائض البترودولارية إلى الدول غير البترولية:

تتعدد القنوات التي من خلالها تنتقل الفوائض المالية البترودولارية إلى تمويل الأصول الأجنبية في الدول غير البترولية (٢)، وهي تتضح وفق العرض التالي:

---

(1) See:

- .Higgins. M, Klitgaard.T, and Lerman. R (2007), "Recycling Petrodollars", **Op-Cit**, PP4-6.
- Ruiz. J and Vilarubia. J (2007), "International Recycling Of Petrodollars", **Op-Cit**, PP 2-18.

(2) See:

- Farrell. D and Lund. S (2008), "The New Role of Oil Wealth in The World Economy", **Op-Cit**.
- Alexander. L (March 2007), **"Petrodollars and Emerging Markets"**, Economic Market Analysis, Citigroup Working Paper, PP 2-6.
- Mckinesy Global Institute (July 2009), **"The New Power Porkers: How Oil, Asia, Hedge Funds And Private Equity Are Fairing In The Financial Crises"**, Mckinesy & Company, PP 10 – 14.

☒ **البنوك المركزية للدول البترولية:**

من القنوات التي تنتقل عن طريقها الفوائض البترودولارية إلى الأصول الأجنبية للدول الغير بترولية هي البنوك المركزية، ولا تهدف البنوك المركزية في تدويرها للفوائض البترودولارية إلى تعظيم عوائدها المالية من اقتناء الأصول الأجنبية، بقدر ما تهدف إلى تحقيق الاستقرار لوضعها النقدي، ومثال على ذلك سعي البنوك المركزية من تحقيق استقرار في معدلات الصرف وأيضاً تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات، ولعل من أهم الأشكال التي تأخذها البنوك المركزية للدول البترولية في الاحتفاظ بالعملة الأجنبية في صورة نقدية، أو حيازة السندات الحكومية والتي تعد أقل أشكال الأصول الأجنبية من حيث المخاطر.

☒ **الشركات الخاصة للدول البترولية:**

النوع الثاني من قنوات انتقال الفوائض البترودولارية إلى الأصول الأجنبية بنوعيها إلى الدول الغير بترولية تتمثل في الشركات الخاصة، ويتم ذلك عن طريق التوسع في أنشطتها الاستثمارية في الخارج من قبل شركات القطاع الخاص، ومثال على ذلك التوسع من قبل البنوك التجارية في دول الأوبك في زيادة استثماراتها في الخارج، لاسيما دول الخليج منها.

☒ **النشاط الاستثماري الحكومي:**

وفيه تقوم حكومات الدول البترولية بإعادة تدوير الفوائض المالية البترودولارية بتمويل الأصول الاقتصادية في العالم الخارجي، وينقسم النشاط الحكومي إلى اتجاهين: **يتمثل الجانب الأول:** في الاتجاه المباشر للنشاط الحكومي، فيما يتمثل **الاتجاه الثاني:** في تدوير الفوائض البترودولارية بشكل غير مباشر. وذلك على النحو التالي بيانه :

- **شركات الاستثمار الحكومية (الاتجاه المباشر).**

وهي مجموعة من الشركات والمؤسسات التي تتبع حكومات الدول البترولية، وتعمل على إعادة تدوير الفوائض البترودولارية على

الصعيد الدولي عن طريق شراء الأصول الأجنبية في الدول الغير بترولية، وهذا النوع في ذلك يتجنب طرائق تدوير الاستثمارات العينية، وكذلك محافظ الأوراق المالية من قبل أجهزة الموارد السيادية، حيث إن الهدف الأساسي للشركات الحكومية تحقيق معدل ربح يتلاءم مع تكلفة الاستثمار؛ وذلك بخلاف أجهزة الموارد السيادية، والتي تهدف إلى الحفاظ على الثروة بقدر أكبر من تحقيق الربح كما سيلي بيانه ، ومن أمثلة هذا النوع مؤسسة الاستثمار التي تتبع حكومة أبو ظبي ومؤسسة الـ DIC(Dubai International Capital) التابعة لحكومة دبي، ويعمل هذا النوع على امتلاك أصول قائمة وإدارتها بشكل مباشر.

أمثلة على الأنشطة الدولية لهذا النوع من قنوات انتقالات البترودولار، قيام مؤسسة استثمار (أبو ظبي)، في عام ٢٠٠٧ بشراء شركة (Barneys New York) الأمريكية،

وفي عام ٢٠٠٦ قامت مؤسسة DIC بشراء شركة (Tussad Group) الإنجليزية.

- **الاتجاه غير المباشر للنشاط الحكومي**

وفيه تتبع حكومات الدول غير البترولية اتجاها غير مباشر لتدوير فوائضها البترودولارية؛ وذلك عن طريق استلام مجموعة من الشركات الوطنية في الدول البترولية لاسيما دول الخليج للفوائض البترودولارية وإعادة تدويرها في الخارج.

٧/٣/٣ صناديق الثروات السيادية Sovereign Wealth funds.

تعد من أهم القنوات الاقتصادية إن لم يكن أهمها لانتقال البترودولار للعالم الخارجي صناديق الموارد السيادية للدول البترولية، والتي تعرف اختصارًا بـــ SWF، ولأهمية هذا النوع نلقي المزيد من الضوء عليه، وذلك ليس لأهميته البالغة كموضع في الدراسة فحسب ولكن على الجانب الآخر كأحد أهم قنوات التمويل الدولي على مستوى العالم ليس للدول البترولية، ولكن لمجموعة أخرى من الدول لاسيما الآسيوية منها، ولعل الدراسة تهتم بإلقاء

المزيد من الضوء على النشاط الاستثماري الأجنبي لهذه الصناديق، وذلك لكونها تحمل النصيب الأكبر من انتقالات البترودولار إلى العالم الخارجي في شكل استثمارات أجنبية.

٣/٣/٧/١ المفهوم الاقتصادي لصناديق الثروات السيادية:

- عرفت أحد الدراسات الاقتصادية صناديق الثروات السيادية[١] على أنها:

الموارد المالية التي تمتلك من قبل حكومات الدول، وتعمل على إعادة استثمارها عن طريق تمويل الأصول الاقتصادية الأجنبية بالنقد الأجنبي المتاح من مصادر تلك الموارد.

- وكذلك عرف معهد الثروات السيادية (***SWF Institute***)[2] صناديق الثروات السيادية على أنها :

مجموعة الدول التي تمتلك أموال الاستثمار - الأموال القابلة أو المرغوب في استثمارها- والتي تقوم بتدويرها على الصعيد الدولي في الأصول المالية؛ مثل: الأسهم، والسندات، أو الأصول العينية؛ أو أي أدوات مالية مشتقة أخرى، ويتم التمويل عن طريق النقد الأجنبي المتاح من مصدر الثروة.

- على الجانب الآخر عرف *"Corporate Executive Board*[٣] صناديق الثروة السيادية على أنها :

الاستثمارات الأجنبية التي تدار من حكومات الدول، والتي تقوم بتمويلها عن طريق النقد الأجنبي وتختلف في إدارتها عن السلطات النقدية في الدولة.

٣/٣/٧/٢ أهداف لصناديق الموارد السيادية SWFs:

---

(1) OECD (October 2007), **" International Investment Of Sovereign Wealth Funds: Are New Rules Needed?",** Investment Newsletter, Issue 5.

(2) Sovereign Wealth Funds, Http://Www.Swfinstitute.Org/Swf.Php

(3) Corporate Executive Board (March 2008),**"SOVEREIGN WEALTH FUNDS"**, Investor Relations Roundtable Executive Board.

- Available: Www.Irr.Executiveboard.Com

تتنوع الأهداف التي ترغب من أجلها حكومات الدول تدوير فوائضها المالية عبر صناديق الثروات السيادية [1] كما يلي بيانه:

(١) تحقيق الاستقرار في الاقتصاد الكلي:

وهدف الاستقرار الاقتصادي لمدراء الصناديق السيادية له بعدين، يتمثل **البعد الأول** في تحقيق الاستقرار النقدي، والذي يتمثل في وضع ميزان المدفوعات، والهدف الثاني تحقيق الاستقرار المالي وذلك بالنسبة للدول التي تعتمد على مورد واحد كمصدر للدخل، الأمر الذي لابد معه من تحقيق الاستقرار المالي للدولة من التقلبات المستقبلية في الأسعار، وذلك عن طريق تدوير الفوائض المالية في استثمارات تعمل على الحفاظ على الثروة، وعلى الجانب الآخر تنويع مصادر الدخل للاقتصاد القومي.

(٢)الحصول على أفضل عائد من الفوائض المالية:

وهو من الأسباب الأساسية، والتقليدية من وراء الاستثمارات الأجنبية، أو الأصول الأجنبية الممولة من النقد الأجنبي، والذي يتمثل في رغبة مدراء صناديق الموارد السيادية من الحصول على أفضل عائد من تدويرهم لفوائضهم المالية؛ سواء على صعيد الاستثمارات الأجنبية العينية؛ أو الاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية.

(٣)الحفاظ على حقوق الأجيال القادمة من الفوائض المالية:

وفي هذا الشأن تعمل حكومات الدول على إعادة تدوير، واستثمار فوائضها المالية بهدف الحفاظ على الثروة من أجل الأجيال القادمة،

---

(1) See:

- Corporate Executive Board (March 2008)," SOVEREIGN WEALTH FUNDS", **Op-Cit**
- Shah. R (February 2010), **" Sovereign Wealth Funds: Investment Trends Following the Financial Crises"**, State Street Global Advisor, PP 2-6.

ولاسيما وإن كان مصدر هذه الثروة موردًا قابلاً للنضوب مثل البترول، وهذا يعد أحد أهداف الدول البترولية بشكل أكثر تحديدًا، وإن كان ذلك الهدف يأخذ بعدين: يتمثل **البعد الأول** في الاستثمار الأجنبي كما سلف الإشارة، أما **البعد الثاني** فيتمثل في تنويع مصادر الدخل عن طريق تنويع الهيكل الصناعي الداخلي، إلا أن الطاقة الاستيعابية تضع حدًا لهذا التنوع كما تم الإشارة إليه في بدايات هذا المبحث.

٣/٧/٣/٣ تصنيف موارد صناديق الثروات السيادية:

بوجه عام صنفت صناديق الثروات السيادية إلى نوعين؛ يتمثل **النوع الأول:** في الموارد السلعية، أما **النوع الثاني:** فيتمثل في المصادر غير السلعية، والتصنيف السابق يوضح الكيفية التي يتم بها تمويل أو تكوين الفوائض المالية، والتي تدار من قبل الصناديق السيادية، والتي نلقي الضوء عليها في العرض التالي:

وعلى صعيد **الموارد السلعية** نجد أنها تمثل النسبة الكبيرة من تكوين الصناديق السيادية، والمفهوم الاقتصادي لهذا المصطلح أنها الموارد المالية والتي تعتمد على الموقف التجاري لسلعة ما – على صعيد التجارة الدولية– أي أنها تعبر عن التدفقات المالية التي تنتج عن مبيعات سلعة معينة في المجرى العالمي للتجارة الدولية، ومن ثم فارتفاع قيمة أو كمية الصادرات لأحد السلع الاستراتيجية يترتب عليها زيادة الفائض المالي لهذه الدولة ومن هنا يتم إعادة تدويرها من قبل الصناديق السيادية لتحقيق أحد أو كل الأهداف السابق الإشارة إليها، وفي هذا الشأن أيضًا تشير الإحصائيات الرسمية لمؤسسة الصناديق السيادية بأن الموارد المالية والتي تبنى على صادرات سلعية، يعد البترول الأساس لها حيث في فترة الدراسة قدرت الفوائض المالية للصناديق السيادية للدول البترولية بحوالي ٢ تريليون دولار أمريكي خلال فترة الدراسة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨، وخلاصة القول تعبر الدراسة عن هذا النوع من التمويل، بالتمويل من عائدات صادرات البترول للدول البترولية.

ومن حيث **الموارد غير السلعية** وهي على العكس من النوع السابق، حيث يكون مصدر التمويل لاستثمارات الصناديق السيادية زيادة الاحتياطيات من النقد الأجنبي للدولة، وليس على قيمة صادرات سلعة بعينها، وقدر هذا النوع خلال فترة الدراسة بحوالي ١,٢ تريليون دولار.

ومن خلال العرض السابق نجد أن للفوائض البترودولارية النصيب الأكبر من تكوين موارد الصناديق السيادية، والتي تعد من أهم قنوات انتقال الاستثمارات الأجنبية على الصعيد العالمي؛ وذلك كما سيلي إيضاحه.

٤/٧/٣/٣ الفوائض المالية البترودولارية وتطور الاستثمارات الأجنبية للموارد السيادية خلال فترة الدراسة.

من عرض المفهوم الاقتصادي لصناديق الموارد السيادية، وفي ظل ارتفاع الفوائض المالية البترودولارية للدول البترولية بشكل عام، ودول الأوبك بشكل خاص، نوضح في العرض التالي إلى أي مدي أثر ت الظاهرة المالية الدولية للبترودولار على الصناديق السيادية، ومن ثم التأثير على الاستثمارات الأجنبية إلى الدول غير البترولية، وذلك لتحقيق الأهداف المنوط بها من قبل هذه الصناديق.

ويوضح الجدول رقم (٦/٣) بالملحق الإحصائي عرضًا لأكبر صناديق الموارد السيادية، والتي تدار من قبل حكومات الدول على مستوى العالم خلال عام ٢٠٠٦، ويعرض تنظيم منظمة التعاون الاقتصادي ***OECD*** حجم الأصول الاقتصادية المدارة من قبل هذه الصناديق، ويوضح الجدول أن سبع صناديق من أصل أحد عشر صندوقًا أي ما يقرب من ٦٥% من إجمالي قيمة الأصول الإجمالية المدارة من قبل هذه الصناديق السيادية لثروات الدول البترولية الأعضاء في أوبك، هذا مما يوضح أن غالبية نسبة الاستثمارات الأجنبية الناتجة من صناديق الموارد السيادية من الدول البترولية، والتي تعد ناتجة بدورها عن ارتفاع أسعار البترول.

على صعيد حجم استثمارات صناديق الموارد السيادية لبعض الدول البترولية نسوق التحليل التالي،حيث تحتل الإمارات المركز الأول لأكبر الصناديق السيادية حجمًا للأصول المتداولة بقيمة ٦٨٨ مليار دولار لعام

٢٠٠٦، تليها النرويج؛ والتي تعد أحد الدول البترولية خارج الأوبك بقيمة أصول خلال ذات الفترة٣١٦ مليار دولارًا، ثم الكويت بمقدار ٢١٥ مليار دولارًا، ثم قطر، والجزائر بقيمة أصول مدارة خلال ٢٠٠٦ بحولي ٥٠ مليار دولارًا، و ٤٣ مليارًا دولار على التوالي.

٣/٣/٨ الطرق التقليدية للاستثمار الأجنبي:

تتمثل الطرق التقليدية لانتقالات رؤوس الأموال بوجه عام، والفوائض البترودولارية بوجه خاص في الودائع البنكية في البنوك الدولية، وهذا ما يعرف في الاستثمار غير المباشر في محفظة الأوراق المالية، ويعد هذا النوع من أنواع الاستثمار هو النوع الغالب على المعاملات الاستثمارية الدولية للدول البترولية في غضون الطفرة النفطية الأولى في سبعينات القرن الماضي، ولعل ذلك النمط كان من أهم الأسباب وراء أزمة مديونية الدول النامية خلال ثمانينات القرن الماضي [١].

وفي هذا الشأن تتناول الدراسة دور الجهاز المصرفي في تدوير الفوائض البترودولارية، أي الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة في الأصول المالية الأجنبية خلال فترة الدراسة، وذلك وفقًا لما يعرضه لنا الجدول التالي لتدفقات الاستثمارات المالية غير المباشرة إلى الدول الصناعية [٢].

---

(1) See

- Alexander. L (2000), "Petrodollars And Emerging Markets", <u>OP-CIT,</u> P2.
- Wiegand. J (2008),**" Bank Recycling Of Petro Dollars To Emerging Market Economies During The Current Oil Price Boom"**, IMF Working Paper, No 180/05, P P 3-7.

(2) للمزيد حول تأثير البترودولار حول الجهاز المصرفي يراجع:

- Poghosyan. T. and Hesse. H (2009), **"Oil Prices And Bank Profitability: Evidence From Major Oil-Exporting Countries In The Middle East And North Africa"**, IMF Working Paper, No 220/09, PP3-4.

ويوضح الجدول رقم(٧/٣) بالملحق الإحصائي تطورات الودائع البنكية لمجموعة من دول الأوبك خلال فترة الدراسة، وفي هذا الشأن احتلت الودائع البنكية الأجنبية للسعودية نسبة ١٤% من إجمالي الاستثمارات الأجنبية، والتي وصلت إلى ٤٠ مليار دولارًا من أصل ٢٨٢ مليار دولارًا استثمارات أجنبية خلال فترة الدراسة، في حين وصلت نسبة الودائع المصرفية في الخارج ما يقرب من ١٦ % للكويت من أصل ٩٩ مليار دولارًا؛ إجمالي تدفقات الاستثمارات الخارجية بما يعادل ١٦ مليار دولارًا، وعلى مستوى دولة الإمارات احتلت الاستثمارات الغير مباشرة المالية في الودائع البنكية ما يقرب من ١٨% من إجمالي ١٨٦ مليار دولارًا استثمارات أجنبية بما يعادل ٣٤ مليار دولارًا، وقد كانت النسبة منخفضة بشكل أكبر في الجزائر والتي وصلت إلى ٧% من إجمالي استثماراتها الأجنبية بقيمة تقدر بـــ ٤ مليار دولارًا، على الجانب الآخر كان الوضع الليبي متباينًا بشكل كبير؛ حيث كانت التدفقات الأجنبية للاستثمارات الأجنبية تفوق الفائض في ميزان مدفوعاتها؛ حيث قدر الفائض في الميزان الجاري لها بما يقرب من ٥٩ مليار دولارًا بلغت إجمالي الاستثمارات الأجنبية إلى الخارج ما يقرب من ٤٤ مليارًا وكانت قيمة الودائع البنكية حوالي ٤٩ مليار دولارًا بنسبة ١١١ %، وهذا يشير إلى انخفاض نصيب الأنواع الأخرى من الاستثمارات الأجنبية مثل الاستثمارات الأجنبية المباشرة، والاستثمارات في أسواق المال في الدول الأجنبية.

٩/٣/٣ اتجاهات الاستثمارات الأجنبية البترودولارية خلال فترة الدراسة:

اتسمت اتجاهات الفوائض البترودولارية خلال الطفرة النفطية الأولى والثانية باتخاذ الشكل النمطي للاستثمارات الأجنبية من حيث التوجه إلى الودائع المصرفية، هذا الشكل اختلف بنسبة كبيرة خلال تدوير الفوائض البترودولارية خلال الطفرة الثالثة، والتي كانت للدول البترولية فيها ضرورة ملحة للعمل على تنويع مصادر الدخل لها من جانب، وفي ظل ازدياد الرغبة الملحة لهذه الدول في الحفاظ على حق الأجيال القادمة من العائدات المالية من البترول لاسيما وكون البترول من الموارد الغير متجددة، ذلك بالإضافة إلى مجموعة من المحاذير التي واجهت الاستثمارات الأجنبية لاسيما لدول الخليج الأعضاء في

أوبك من الاستثمارات المتدفقة تجاه الغرب، كل ما يبقى كان له مجموعة من التأثيرات الاقتصادية على نمط، وشكل واتجاه وتدوير الفوائض المالية البترودولارية خلال فترة الدراسة.

١/٩/٣/٣ الاستثمارات البترودولارية في سوق الولايات المتحدة الأمريكية:

كان سوق الولايات المتحدة الأمريكية يعد من أهم الاتجاهات العالمية لتدوير البترودولار، وفي خلال فترة الطفرة النفطية الثالثة، وفي الفترة ما بين عامي ٢٠٠٣و٢٠٠٥ وصل صافي الاستثمارات الأجنبية من الدول البترولية إلى الولايات المتحدة الأمريكية إلى ما يقرب من ٢٢٤ مليار دولار أمريكي، وتنوعت في الأشكال المختلفة للاستثمارات الأجنبية.

فمن حيث الإيداعات البنكية والغير بنكية والتي سبق أن أشرنا أنها استثمارات أجنبية غير مباشرة للاستثمار في محفظة الأوراق المالية، حيث وصلت إلى ما يقرب إلى ١٢٤ مليار دولار أمريكي خلال الفترة من ٢٠٠٣ إلى ٢٠٠٥ أي ما يقرب من ٥٥% من إجمالي التدفقات الاستثمارية إلى الولايات المتحدة خلال الفترة المشار إليها عاليًا، وهذه النسبة كانت على شكل إيداعات بنكية، وغير بنكية في مؤسسات التمويل المختلفة في الولايات المتحدة الأمريكية، وهذا ما يعرف بالاستثمار في الأصول المالية قصيرة الأجل.

أما على الجانب الآخر المتمثل في الأصول المالية طويلة الأجل؛ مثل: الأسهم والسندات العادية وأذون الخزانة فوصلت استثمارات الدول البترولية إلى ما يقرب من ١٠٧ مليار دولار أمريكي إلى سوق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية، في حين اتسم الاستثمار الأجنبي المباشر في الأصول العينية بالانخفاض الشديد خلال ذات الفترة لاسيما من الدول الأعضاء في أوبك، حيث ارتفعت استثمارات كل من روسيا والنرويج، والتي تعد من أهم الدول البترولية الغير أعضاء في أوبك.

وفي الربع الأول من عام ٢٠٠٦ وصل إجمالي الاستثمارات الأجنبية البترودولارية إلى ما يقرب من ٤٥ مليار دولار أمريكي، ليكون إجمالي الاستثمارات الأجنبية للولايات المتحدة ما يقرب من ٣١٤ مليار دولار أمريكي.

٢/٩/٣/٣ الاستثمارات البترودولارية والدول الآسيوية:

من أهم المعالم التي تتسم بها الاستثمارات البترودولارية خلال فترة الدراسة في غضون الطفرة النفطية الثالثة هي: توجه هذه الاستثمارات إلى السوق الآسيوي، ولعل التفسير الاقتصادي لهذا التوجه يعود في الأساس إلى التصادم ما بين مجموعة الأهداف والطموحات الخاصة بالاستثمارات الأجنبية للدول البترولية من جانب، ومن جانب آخر مجموعة من المحاذير التي تواجهها هذه الاستثمارات في الاقتصاد الغربي؛ حيث من أهم الملامح الأساسية للاستثمارات الأجنبية خلال الطفرتين الأولي، والثانية تتمثل في ثقافة الاقتصاديات الموجهة، والتي تشير إلى تركز الاستثمارات البترودولارية في دول معينة لاسيما الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، وفي أدوات استثمارية محددة، وهي الودائع المصرفية كما سبق الإشارة إليها.

ومع التغير في الاستثمارات البترودولارية خلال فترة الدراسة من حيث زيادة الحاجة للدول البترولية إلى التنويع في الاستثمارات الأجنبية لاسيما عبر صناديق الثروات السيادية في التوجه الخارجي لها في امتلاك مؤسسات وشركات قائمة، وهذا النوع من أنواع الاستثمارات الأجنبية والتي سبق الإشارة له في الفصل الثاني بالاستثمارات في الأصول العينية القائمة، هذا الأمر مما خلق مجموعة من المحاذير أمام هذه الاستثمارات.

ولعل من أهم هذه المعوقات وضع ضوابط أشبه بالقيود على حركة الاستثمارات البترودولارية بحجة أنها تتجه للاستحواذ على أصول اقتصادية وطنية، كذلك تضع الدول الغربية قيودًا على حجم ملكية الاستثمارات البترودولارية بألا تزيد عن ٢٠% من إجمالي رأس المال، أو أسهم الشركة، وعدم إعطاء الحق للمستثمرين في التصويت في الشركات التي تشترى، وذلك حتى لا تتخذ أي قرارات إستراتيجية تؤثر في عمل الشركة، كذلك تسعى هذه الدول لعمل تقنين للاستثمارات البترودولارية من قبل صندوق النقد الدولي.

كل هذه العوامل كانت دافعًا لتغير الاستراتيجيات الحاكمة للاستثمارات الأجنبية للدول البترولية، لاسيما تجاه الدول الآسيوية. هذا بجانب مجموعة من

العوامل الأخرى ذات التأثير على التوجه إلى الشرق من جانب الدول البترولية(1)؛ وتتمثل هذه العوامل في الآتي بيانه:

- التخلي عن ثقافة الاقتصاديات الموجهة والرغبة في التنويع، كان ذلك سبيلا لتغير وجه الاستثمارات البترودولارية من جانبين: **يتمثل الجانب الأول:** في تغير وجه الاستثمارات إلى الشرق بدلاً من الغرب، بينما **يتمثل الجانب الثاني:** فإن السياسات الاقتصادية للاقتصاديات الآسيوية تمثل البيئة المناسبة لتحقيق الأهداف المرجوة من الاستثمارات الأجنبية خلال الطفرة النفطية الثالثة.
- رغبة الدول البترولية لاسيما دول الخليج من تدوير استثماراتها البترودولارية بشكل مباشر، وذلك هو ما لا يتاح في الدول الغربية، والتي ترى إنه من الضروري وضع مجموعة من المعايير على الاستثمارات البترودولارية لتحد من قدرتها على تدوير أصولها بشكل ذاتي، خاصة في ظل تزايد دور أجهزة الموارد السيادية في تدوير الفوائض البترودولارية.
- انخفاض العائد على الأصول المالية قصيرة الأجل في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، هذا الأمر جعل من أسواق الدول الصاعدة لاسيما الآسيوية منها فرصة للاستفادة من المزايا المحققة بها، مقارنة بالدول الغربية.
- لتغير في السياسات الاقتصادية في الدول الآسيوية، الأمر الذي خلق منها اقتصادًا مناسبًا، وجاذبًا للاستثمارات الأجنبية بشكل عام، والاستثمارات البترودولارية بوجه خاص، فإتباع سياسة التحرير المالي، وتخفيف القيود المفروضة على تدفقات رؤوس الأموال، ذلك بالإضافة إلى مجموعة أخرى من الاعتبارات لعل من أهمها هو توجه الحكومات الآسيوية في خلق الاستثمار في القطاعات الحيوية في المجتمع مثل

---

(1) The Economist (2007), "Near East Meets Far East: The Rise Of Gulf Investment In Asia", A Report From The Economist Intelligences Unit, Arcapita.

قطاعات الاتصالات، والنقل والبنية الأساسية، الأمر الذي جعل من هذه الدول مكانًا مناسبًا للاستثمارات الأجنبية البترودولارية.

- سياسية تحرير الخدمات المالية من أهم الاعتبارات التي تأخذ في هذا الشأن، هذه انتهاج فكر حرية تقديم الخدمات المالية الأمر الذي شجع مقدمي الخدمات المالية على الانتقال لهذه الأسواق، فانتقال البنوك الرئيسية للدول الخليجية كان ما يميز هذا التحرير المالي، حيث إن تقل كل من بيت التمويل الكويتي KFH، بنك الراجحي السعودي وبنك التمويل الآسيوي (والذي يعد شراكة ما بين بنك قطر الإسلامي، ومؤسسة الراجحي السعودية)، بالإضافة إلى بيت الاستثمار الدولي الكويتي، لتقديم الخدمات المالية في السوق الآسيوي. الأمر الذي يشير إلى خلق الاستثمار في هذه الدول عن طريق تدوير الفوائض البترودولارية في السوق الآسيوي.
- ارتفاع معدل النمو كنسبة في الناتج المحلي الإجمالي، حيث وصل متوسط معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي إلى ما يقرب من ٥,٥% في الدول الآسيوية خلال فترة الدراسة، مدفوعًا بالنمو المحقق في كل من الصين، والهند خلال الفترة المشار إليها عاليًا.

** ** **

الفصل الرابع

قياس الآثار الاقتصادية

للتغيرات في أسعار البترول

على الاستثمار الأجنبي.

مقدمه:

يهتم هذا الفصل بعرض مجموعة من التحليلات القياسية للعلاقات الاقتصادية لأهم المتغيرات التي تناولتها الدراسة، وذلك بهدف بيان نمط وشكل العلاقة فيما بينها، فيتناول الجزء الأول التحليل الاقتصادي للتغيرات في أسعار البترول عن طريق قياس أهم المتغيرات الاقتصادية ذات التأثير على السعر العالمي للبترول وذلك باستخدام نموذج الانحدار المتعدد.

فيما يتناول الجزء الثاني من هذا الفصل الأثر الاقتصادي للتغيرات في أسعار البترول على مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر في مجموعة من الدول البترولية.

في حين يعرض الجزء الثالث من هذه الدراسة نموذجًا لقياس تأثير التغيرات في الفوائض المالية البترودولارية لدول منظمة الأوبك على الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الدول غير البترولية.

٤/١ التحليل الاقتصادي للتغيرات في أسعار البترول خلال فترة الدراسة:

يتناول هذا المبحث نموذج الانحدار المتعدد لمجموعة من المتغيرات الاقتصادية والتي سلف تفسير تأثيرها على أسعار البترول خلال الفصل الأول، وهذه المتغيرات هي معدل صرف الدولار الأمريكي، ومعدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي العالمي، ومعدل الاستهلاك العالمي للبترول، ومعدل التغير في إنتاج البترول لدول الأوبك، ومعدل التغير في احتياطي أوبك ومعدل النمو في العقود المستقبلية – البراميل الورقية- على البترول بنوعيها سواء كان بهدف المعاملات التجارية أو بهدف المضاربة.

١/١/٤ التفسير الاقتصادي لمتغيرات النموذج:

تعرض الدراسة لنا في الجزء اللاحق التفسير الاقتصادي لمتغيرات نموذج أسعار البترول، سواء المتغيرات التابعة أو المتغيرات المستقلة، وكذلك الأمر العلاقة المتوقعة ما بين كل المتغير التابع والمتغيرات الاقتصادية، وذلك في ضوء مبادئ النظرية الاقتصادية.

المتغير التابع:

يتناول النموذج أسعار البترول كمتغير تابع قد يتأثر نتيجة التغيرات التي تحدث في المتغيرات المستقلة الأخرى محل تحليل النموذج، وذلك بهدف بيان أي هذه المتغيرات معنوي التأثير على التغيرات في أسعار البترول.

ويتناول النموذج التغيرات السعرية لبترول سلة أوبك؛ ولعل ذلك يرجع إلى مجموعة من العوامل، تنقسم في اتجاهين كما يلي إيضاحه:

- يعتني الجانب الأول: في كون دول الأوبك أكبر تجمع لإنتاج البترول على مستوى العالم، كما أنها تمتلك أكبر قدر من الاحتياطي البترولي؛ ومن ثم يعد إنتاج دول أوبك من أهم المحددات الأساسية لعرض البترول على مستوى العالم، ومن ثم فإن سياسات عرض أوبك قد تكون صاحبة التأثير الأقوى في سوق البترول.
- على صعيد الجانب الثاني: أن غالبية الفوائض المالية البترودولارية تتكون من قبل دول الأوبك (بجانب النرويج وروسيا)، مما يشير إلى أن التغيرات السعرية لسلة بترول أوبك تؤثر في التراكم المالي لهذه الدول، والتي قد تؤثر بدورها على الاستثمار الأجنبي في الدول غير البترولية.

المتغيرات المستقلة:

يتناول النموذج مجموعة من المتغيرات المستقلة وهي على النحو التالي:

(١) معدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي العالمي World GDP.

يعرف الناتج المحلي الإجمالي على أنه قيمة المخرجات النهائية لاقتصاد ما من سلع وخدمات خلال فترة زمنية معينة تقدر عادة بسنه.

وتفترض الدراسة في تناولها لهذا النموذج وجود علاقة طردية ما بين الارتفاع في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لدول العالم وأسعار البترول؛ حيث إن الزيادة في هذه القيمة من المحتمل أن تؤدي إلى ارتفاع أسعار البترول؛ وذلك حيث الأهمية الاقتصادية للبترول سواء من حيث المصدر الأهم للطاقة، أو كونه المادة الأساسية للعديد من الصناعات لاسيما البتروكيماويات، فإن ارتفاع معدل النمو في النشاط الاقتصادي سيترتب عليه ارتفاع في الطلب على البترول، لاسيما ذلك مع انخفاض مرونة الطلب السعرية للبترول في الدول غير البترولية.

واعتمد النموذج محل القياس على بيانات البنك المركزي المصري حول معدلات التغير في الناتج المحلي الإجمالي العالمي بالإضافة إلى بيانات صندوق النقد الدولي، خلال الفترة محل الدراسة.

(٢) الطلب العالمي على البترول:

يعد الطلب العالمي على البترول من العوامل التي قد تؤثر في تغيرات أسعار البترول، ففي ظل انخفاض مرونة الطلب البترولية؛ فإن ذلك يعد إشارة على أن التغيرات في أسعار البترول لن يترتب عليها استجابة مماثلة في الكميات المطلوبة من البترول، هذا بالإضافة إلى انخفاض مرونة عرض البترول، مما يؤدي إلى احتمالية وجود علاقة تربط ما بين ارتفاع الطلب العالمي وسعر البترول، مع ضرورة الأخذ في الاعتبار أن التغيرات في الطلب العالمي على البترول، وكذلك التغيرات في نمو الاقتصاد العالمي قد تأخذ نفس الاتجاه، وذلك لاحتمالية وجود ارتباط ذاتي ما بين المتغيرين المستقلين داخل النموذج.

وتفترض الدراسة أن هذه العلاقة طردية، حيث مع ارتفاع الطلب العالمي قد يترتب على ذلك ارتفاع في سعر براميل البترول، سواء في الأسواق الفورية أو الأسواق الآجلة.

واعتمدت الدراسة على بيانات النمو في الطلب العالمي الصادرة في التقرير السنوي لدول الأوبك.

(٣) معدلات صرف الدولار الأمريكي:

معدلات التغير في صرف الدولار الأمريكي خلال فترة الدراسة تعد المتغير الثاني في النموذج محل القياس، والتفسير الاقتصادي لذلك يرجع إلى أن الدولار هو العملة الأساسية في مجال المعاملات الاقتصادية للعالم، على الجانب الآخر فإن المعاملات في السوق البترولية سواء الفورية أو الآجلة أو التعاملات على العقود الورقية في أسواق المستقبليات تتم بالدولار الأمريكي.

هذا وقد اعتمد النموذج على التغيرات في سعر صرف الدولار أمام سلة من العملات خلال فترة الدراسة.

(٤) المعاملات في أسواق المستقبليات:

تعد المعاملات الاقتصادية في أسواق المستقبليات من العوامل التي قد تؤثر على التغيرات التي تحدث في أسعار البترول خلال فترة الدراسة؛ ولعل ذلك يرجع إلى أن هذه الأسواق تضم كافة الأطراف التي تعمل في السوق العالمية للبترول، بداية من المنتجين والمستهلكين، وصولاً إلى المضاربين والوسطاء في سوق البترول، وقد يترتب على ذلك ارتفاع في سوق البترول وفق العرض التالي:

- يتمثل **الجانب الأول** في التجاريين: وهم الأفراد الذين يدخلوا في سوق المستقبليات بهدف تغطية مواقفهم المكشوفة، وذلك من حيث إمدادات البترول خلال فترة قادمة، ومن ثم فإنه م يعبرون عن الطلب الفعلي للبترول خلال فترة قادمة، وبالتالي فإن ارتفاع طلبهم على البراميل الورقية قد يعد مؤشرًا على ارتفاع أسعار البترول.
- ويبني **الجانب الثاني** أطروحته وفق معاملات المضاربين: وهم مجموعة الأفراد والوسطاء الذين لا يعتنون بالحصول على البراميل المادية للبترول، ولكنهم يضاربون على فروق الأسعار في سوق البترول، ومن ثَم فإن ارتفاع نشاط المضاربة قد يترتب عليه ارتفاع في أسعار البترول خلال الأجل القصير، لاسيما أن ذلك يعبر عن اتجاه السوق بشكل عام.

(٥) **العرض من البترول:**

أشارت الدراسة في فصلها الأول بصدد تحليل العرض والطلب في السوق العالمية للبترول، أن المعروض البترولي له جانبان وذلك على النحو التالي:

- يتمثل الجانب الأول في حجم المعروض الفعلي في السوق العالمية للبترول، وفي هذا الشأن يتوقع النموذج علاقة عكسية ما بين العرض من البترول وأسعار ه، حيث ارتفاع المعروض سيؤدي إلى انخفاض أسعار ويتمثل الجانب الأول في حجم المعروض الفعلي في السوق العالمية للبترول، ومن ذلك يتوقع النموذج علاقة عكسية ما بين العرض من البترول وأسعاره، حيث ارتفاع المعروض سيؤدي إلى انخفاض أسعار البترول؛ مع مراعاة عاملين يتمثل الأول في انخفاض مرونة عرض البترول للتغيرات في الأسعار، والعامل الثاني في خضوع العرض من البترول لمجموعة من العوامل الاجتماعية الأخرى، مثل مراعاة حق الأجيال القادمة في الثروة القابلة للنضوب.
- والمتغير الثاني في الاحتياطي البترولي أو في المخزون من البترول، وتفترض الدراسة وجود علاقة طردية ما بين التغيرات في المخزون وأسعار البترول، وذلك على أساس إنه في حال زيادة المخزون سيترتب عليه انخفاض أو ثبات في المعروض الفعلي في السوق، على الجانب الآخر تتبنى أوبك حد معين للاحتياطيات البترولية في الدول الغير بترولية، فإذا وصل احتياطيات البترول لنسبة معينه تقوم بتثبيت سقف إنتاجها عند حد معين.

واعتمدت الدراسة على بيانات التقرير السنوي لدول أوبك للإنتاج والمخزون من البترول خلال فترة الدراسة.

معادلة النموذج:

وفق عرض العلاقات المتوقعة ما بين المتغير التابع والمتمثل في سعر البترول، والمتغيرات المستقلة، تعرض لنا المعادلة التالية معادلة الانحدار المتعدد لنموذج تغيرات أسعار البترول خلال فترة الدراسة.

$$Op = \alpha - \beta\, USD + \eta\, WG + \xi\, D + f_1 S_{res} + f_2 S_{pro} + \rho\, F + U$$

وتوضح المعادلة السابقة الانحدار المتعدد لتفسير التغيرات في أسعار البترول حيث تشير متغيرات النموذج إلى:

Op: – تشير إلى أسعار البترول.

α: تشير إلى ثابت المعادلة.

USD: – تشير إلى معدلات صرف الدولار الأمريكي خلال فترة الدراسة.

WG:–تشير إلى الناتج المحلي الإجمالي للاقتصاد العالمي خلال فترة الدراسة.

D: – الطلب العالمي على البترول خلال فترة الدراسة.

S_{res}: – تشير إلى احتياطي دول الأوبك من البترول خلال فترة الدراسة.

S_{pro}: – تشير إلى إنتاج البترول لدول الأوبك خلال فترة الدراسة.

F : حجم العقود المستقبلية للبترول خلال فترة الدراسة.

U: حد الخطأ العشوائي

اختبارات استقرار السلاسل الزمنية:

يعتني هذا الاختبار بتحقيق الاستقرار في السلاسل الزمنية للمتغيرات التابعة والمستقلة للنموذج، وتهدف الدراسة من هذا الاختبار عدم الوقوع في الخطأ الشائع الذي يعرف بالانحدار الزائف*Spurious Regression*؛ والذي يشير إلى إمكانية حدوث علاقة انحدار ما بين المتغيرات بالرغم من أن العلاقة في الأساس لا تعد انحدارًا.

وهذا على أساس أن النظرية الاقتصادية تعتني بدراسة العلاقة التوازنية ما بين المتغيرات ومن ثم افترض علم الاقتصاد القياسي أن السلاسل الزمنية مستقرة في المتوسط والتباين، إلا أن استقرار البيانات غالبًا لا يتحقق في التطبيق، و يشير ذلك إلى ارتفاع معنوية المتغير داخل النموذج (انخفاض درجة الثقة)(١).

ومن هذا المنطلق يتناول النموذج تحقيق الاستقرار في السلاسل الزمنية وذلك باستخدام اختبارات جذور الوحدة.*Unit Root Test*

---

(1) أحمد رمزي (٢٠١٠)، "<u>معدلات الدولرة وفاعلية السياسية النقدية في مصـــر</u>"، رســالة ماجستير، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، ص ١٧٦-١٧٧.

- نتائج اختبارات السلاسل الزمنية.

المتغير	اختبار T-Statistic	اختبار ADF	
أسعار البترول OP	4.29334	ΔOP	0.5627
		Δ_2OP	(-3.8700)**
أسواق المستقبليات FM	5.0195	ΔFM	-0.4445
		Δ_2FM	(-5.2451)*
مؤشر الدولار USD	0.0548	ΔUSD	0.9872
		Δ_2USD	(-4.5192)**
عرض دول الأوبك OPG	-2.6344	Δ OPG	-2.6344
		Δ_2OPG	(-4.1112)**
النمو العالمي WG	-3.2615	Δ WG	-3.2615
		Δ_2WG	(-4.83120)*
الاحتياطي البترولي RE	-1.7778	Δ RE	-.99859
		Δ_2RE	(-3.4373)***

تشير Δ إلى الفروق من الدرجة الأولى.

تشير Δ_2 إلى الفروق من الدرجة الثانية.

تشير * إلى مستوى المعنوية عند درجة ١%.

تشير ** إلى مستوى المعنوية عند درجة ٥ %.

تشير *** إلى مستوى المعنوية عند درجة ١٠%.

تحليل النموذج.

أوضحت نتائج التحليل القياسي أن العلاقة ما بين التغيرات في أسعار البترول خلال الفترة من ١٩٩٠ إلى ٢٠٠٨ أن هناك علاقة ارتباط ما بين المتغيرات المستقلة وبعضها، ولاسيما ما بين المتغيرات المستقلة والطلب العالمي على البترول، ويشير ذلك إلى أن المتغيرات المستقلة قد تتأثر بالتغيرات الداخلية التي تحدث فيما بينها، هذا بالإضافة إلى أن الطلب العالمي على البترول غير معنوي التأثير على التغيرات في أسعار البترول، ولعل

التفسير الاقتصادي يرجع إلى أن الطلب العالمي على البترول يرتبط اقتصاديًا بمتغيرات الدراسة، فمن حيث الطلب على عقود المستقبليات – البراميل الورقية– وكذلك ارتفاع معدل النمو العالمي والتغيرات في معدل صرف الدولار أمام سلة من العملات الرئيسية، ومن ثم تم حذف الطلب العالمي على البترول من النموذج.

فبالرغم من تناسق اختيار متغير الطلب العالمي والنظرية الاقتصادية؛ إلا إنه عدم استقرار المتغير أدى إلى حذفه من النموذج، لوجود علاقة بينه وبين المتغيرات الأخرى في النموذج.

- **النموذج.**

تناول النموذج الأول من الدراسة القياسية تأثير التغيرات في معدل صرف الدول وحجم التعاملات في أسواق المستقبليات وكذلك عرض البترول بشقيه الإنتاج الفعلي والمخزون في التأثير على أسعار البترول خلال الفترة من ١٩٩٠ إلى ٢٠٠٨، وذلك كما يتضح من المعادلة التالية:

$$Op = 0.328738 + 0.48772\ FM - 0.193161\ USD + 1.24\ S_{pro} + 0.062231\ S_{res}$$

أولاً: أسعار البترول ومعاملات أسواق المستقبليات:

توضح مخرجات النموذج أن العلاقة ما بين التغيرات في أسعار البترول وحجم المعاملات في العقود الورقية البترولية موجبة، مما يتماشى وتوقع الدراسة حيث ارتفاع معدل الطلب على البراميل الورقية سواء من جانب التجاريين The Commercial أو من جانب المضاربين (غير التجاريين) The Non- Commercial، وهي تلك السمة التي اتسمت بها الطفرة النفطية الثالثة من ارتفاع حجم العقود المستقبلية، كذلك زيادة نشاط المضاربة على أسعار البترول، حيث أشارت مخرجات النموذج أن معدل التغير (ميل المنحنى) تساوي ٠,٤٨٧٧٢ وذلك بمستوى معنوية ١% ودرجة ثقة ٩٩%.

ثانيًا: أسعار البترول ومعدلات صرف الدولار:

بتحليل العلاقة النظرية مابين التغيرات في قيمة الدولار وأسعار البترول تبين أنها علاقة عكسية، وهذا ما أثبتته مخرجات النموذج حيث إن قيمة معدل التغير ما بين أسعار البترول وقيمة الدولار تساوي (-٠,١٩٣١٦١) وذلك بمستوى معنوية ١% ودرجة ثقة ٩٩%، أي أن انخفاض قيمة الدولار -ارتفاع معدل الصرف أمام العملات الأخرى- كان له أثرًا سلبيًا في ارتفاع أسعار البترول، ولعل السبب في ذلك كما سبق أن أشارت الدراسة إلى انخفاض القيمة الحقيقية للعائدات المالية للأطراف المتعاملة في السوق العالمية للبترول سواء المنتجين، أو الوسطاء، أو المتعاملين في السوق الآجلة والمستقبلية، ومن ثم ترتفع أسعار البترول رغبةً من هؤلاء الأطراف إلى تعويض هذا الانخفاض في قيمة عائداتهم المالية، كما أن التغير كان معنوي إحصائيًا حيث قدرت قيمة t-statistic بحوالي ٢,٣.

ثالثًا: أسعار البترول وإنتاج دول الأوبك:

أوضحت مخرجات التحليل القياسي إلى أن العلاقة ما بين إنتاج دول الأوبك وأسعار البترول علاقة طردية حيث إن معدل التغير يساوي (٠,٠٠٠٥٥٧)، وهذا يشير إلى أن التغيرات في إنتاج دول الأوبك لا تؤثر على التغيرات في أسعار البترول كما أن هذا المتغير غير معنوي إحصائيًا، حيث قدرت قيمة t-statstic بأقل من ٢.

كذلك تشير قيمة R^2 والتي تعبر عن القوة التفسيرية للنموذج؛ أن ما يقرب من ٨٩% من التغيرات في أسعار البترول خلال الفترة من ١٩٩٠ إلى ٢٠٠٨ تعود إلى المتغيرات المستقلة، والمتمثلة في معدلات صرف الدول ومعاملات أسواق المستقبليات والعرض من البترول، سواء الإنتاج الفعلي أو الاحتياطي.

رابعًا: أسعار البترول والتغيرات في الاحتياطي البترولي:

أشارت مخرجات التحليل القياسي إلى أن التغيرات في احتياطيات دول الأوبك لها تأثير معنوي موجب على التغيرات في أسعار البترول خلال الفترة من ١٩٩٠ إلى ٢٠٠٨، حيث معدل التغير يساوي ١,٨٨١٣٥٩، التفسير الاقتصادي لذلك يرجع إلى أن ارتفاع نسبة المخزون سيترتب عليه انخفاض

المعروض الفعلي في السوق العالمية للبترول بأنواعها المختلفة، كذلك يزيد من حالة عدم التأكد حول مستقبل الأسعار في الفترة التي سيتم عرض فيها هذا المخزون لاسيما من قبل الأطراف التي تعمل على الاستثمار في المخزون كما سلف الإشارة في الفصل الأول من هذه الدراسة.

٢/٤ التحليل الاقتصادي للتغيرات في أسعار البترول والاستثمارات الأجنبية المباشرة في الدول البترول:

يتناول هذا الجزء من الفصل الرابع بيان العلاقة الاقتصادية ما بين التغيرات العالمية في أسعار البترول والاستثمارات الأجنبية المباشرة القائمة(***The Stock of FDI***)، في الدول الغير بترولية، أو الدول غير المنتجة للبترول خلال سلسلة زمنية من عام ١٩٩٠ إلى عام ٢٠٠٨.

متغيرات النموذج:

يتناول النموذج المتغيرات الاقتصادية على النحو التالي:

المتغير التابع:

تعبر الاستثمارات الأجنبية المباشرة القائمة عن المتغير التابع للنموذج، والتي تعرف بمشروعات الاستثمار الأجنبي الموجود بالفعل داخل اقتصاد معين خلال فترة معينة، والتي تختلف عن تدفقات الاستثمارات الأجنبية في كونها تمثل التدفقات السابقة بالإضافة إلى استثمار الأرباح، أو التوسع الرأسمالي لتلك المشروعات، واعتمدت الدراسة في بيانات الاستثمار الأجنبي على التقرير السنوي الإحصائي للأنكتاد.

المتغيرات المستقلة:

يتكون النموذج من خمس متغيرات مستقلة، كما يتم توضحهم في العرض التالي:

أولاً أسعار البترول(*The Oil Prices*):

وهو المتغير الرئيسي للنموذج، والذي قد يرتبط بعلاقة عكسية مع التغيرات في مشروعات الاستثمار الأجنبي القائمة؛ وهذا على أساس أن ارتفاع

أسعار البترول قد يترتب عليه التأثير على مشروعات الاستثمار الأجنبي، حيث ارتفاع تكاليف الإنتاج، وذلك للصناعات التي ترتبط والبترول، سواء من حيث المدخلات أو المخرجات، أو من حيث الاعتماد على البترول كمصدر للطاقة، هذا بالإضافة لدخول المُنتِج في حالة عدم تأكد حول قدرته على نقل هذه الارتفاعات السعرية إلى المستهلك، ومدى قابلية المستهلك له، هذا حيث اعتبار أن ارتفاع أسعار البترول يمثل صدمة اقتصادية لتلك الدول.

ثانيًا التضخم *The Inflation*:

يعرف التضخم على أنه الارتفاع المستمر والمتواصل في الأسعار خلال فترة معينة، وتفترض الدراسة وجود علاقة عكسية ما بين التغيرات في معدلات التضخم العالمية ومشروعات الاستثمار الأجنبي، وذلك على أساس أن ارتفاع معدلات النمو في أسعار المستهلك قد يترتب عليه انخفاض في القوة الشرائية لدي الأفراد؛ والناتجة عن الانخفاض في الدخل الحقيقي، ومن ثم احتمالية انخفاض الطلب في الدول التي يرتفع بها معدل التضخم، مما قد يترتب عليه تأثر الاستثمارات الأجنبية المباشرة بشكل سلبي، على الجانب الآخر فإن ارتفاع معدلات التضخم قد يترتب عليها انخفاض في القيمة الحقيقة لعائدات تلك المشاريع.

وقد اعتمدت الدراسة في هذا النموذج على متوسط معدل النمو في أسعار المستهلك، كمؤشر عالمي للتضخم خلال السلسلة الزمنية للنموذج.

ثالثًا معدل الإقراض داخل الولايات المتحدة الأمريكية:

(The Federal Lending Rate)

تستخدم الدراسة معدل الإقراض داخل سوق الولايات المتحدة الأمريكية كمؤشر للاستثمارات الأجنبية المباشرة، حيث إن ارتفاع معدل الإقراض(سعر الفائدة) سيترتب عليه انخفاض الاستثمارات الأجنبية؛ وذلك بسبب انخفاض الكفاية الحدية لرأس المال، والناتجة عن ارتفاع التكلفة المحتملة للمشروع عن الكفاية الحدية لرأس المال لذلك المشروع.

رابعًا معدل العائد على الودائع داخل الولايات المتحدة الأمريكية:

(The Federal Funds Rate)

اعتمد النموذج محل الدراسة على التغيرات في سـعر الفائـدة علـى الودائع في سوق الولايات المتحدة الأمريكية، ولعل ذلك بهدف التعبير عن تكلفة الفرصة البديلة لمشروع الاستثمار الأجنبي، وبالمقارنة ما بين الكفايـة الحديـة لرأس المال المتوقعة ومعدل العائد علـى الودائـع، يتخـذ المسـتثمر القـرار بالاستثمار أو إعادة استثمار العوائد أم لا، وبالتالي يتوقع النموذج علاقة عكسية ما بين التغيرات في معدلات الإيداع البنكية كبديل للاستثمار والاستثمار المباشر في القطاع العيني.

خامسًا مؤشر معدل صرف الدولار الفعال:

The Effective Exchange Rate

تعد التغيرات في معدل المتوقعة وثيقة الصلة بالاستثمارات الأجنبية، وهذا ما أشارت الدراسة إليه في تحليلها النظري للاستثمار الأجنبي المباشر، وعلى هذا الأساس اختار النموذج التغيرات في معدلات صرف الدولار الأمريكي أمام سله من العملات لبيان مدى تأثير ذلك على مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر خلال فترة معينة، وبكون الدولار أحد أهم العملات العالمية، فتتوقع الدراسة علاقة عكسية ما بين التغيرات في مؤشر الدولار ومشروعات الاستثمار الأجنبي؛ وهذا على أساس أن انخفاض قيمة الدولار – ارتفاع معدل الصرف أمام العملات الأخرى – سيترتب عليه انخفاض في تكلفة الصفقات لمشروعات الاستثمار الأجنبي، ومِن ثَم فإن انخفاض الدولار قد يؤدي إلى تحسن في أداء مشروعات الاستثمار الأجنبي.

٢/٢/٤معادلة النموذج المتوقعة :

$$FDI(c) = \alpha + \beta\ op + \mu\ lr + \lambda\ Fr + \eta\ ex + \zeta\ cp + U$$

حيث تعبر الرموز السابقة عن:

FDI(c): مشروع الاستثمار الأجنبي لدولة معينة.

α: – تعبر عن ثابت المعادلة (قيمة المتغير التابع عندما تساوي قيمة المتغيرات المستقلة الصفر).

Op: – التغيرات في أسعار البترول.
Lr: – معدل الإقراض الأمريكي.
Fr: – معدل العائد على الودائع في السوق الأمريكي.
Ex: – مؤشر التغيرات في سعر الصرف الفعال للدولار الأمريكي.
Cp: – معدل التغير في أسعار المستهلك (معدل التضخم).
U: حدالخأ العشوائي.

نموذج اتجاه الانحدار الذاتي(VAR).

The Vector Autoregression model

يعد أل "**VAR** " من أهم نماذج تحليل الاقتصاد القياسي لسلسلة زمنية متعددة المتغيرات، هذا ويعد أل"**VAR** " امتدادًا لنموذج الانحدار الذاتي وحيد المتغير، إلا أن هذا النموذج يختلف عن الانحدار الذاتي في كونه يوضح فترات الإبطاء ما بين المتغيرات، وكذلك مفيد في وصف السلوك الديناميكي للسلسة الزمنية، وعلى الجانب الآخر يوضح الـــ "**VAR** " العلاقة التبادلية ما بين المتغيرات محل التحليل، والأساس الاقتصادي لاستخدام ال VAR في نماذج المعادلات الآنية، والتي يوجد علاقة مشتركة ما بين المتغيرات التفسيرية، كما في الحالات التي تتعرض فيها الدراسات لمشكلة التكامل المشترك.

مخرجات النموذج:

Items		USA	JAP	CHINA	INDIA	EGY	TUNS
FDI (leg 1)	Coefficient	0.769734	0.118308	0.805497	0.934387	0.8896	0.812144
	t-statistic	3.22	.32083	11.97	2.788	5.011	2.04
Op	Coefficient	-4515.60	1613.149	721.364	467.8334	215.751	89.60178
	t-statistic	-0.6407	4.56	4.59	1.25	2.988	1.2724
Lr	Coefficient	1066021.8	87693.61	104382.7	-2314.44	1815.5	682.6200
	t-statistic	0.07817	2.52	3.806	-0.092	.298	.1108
Fr	Coefficient	-25350.35	-93779.8	- 104975.7	3177.738	-1358.0	-817.37
	t-statistic	-0.0186	-2.69	-3.806	0.12606	-.223	-.1296
Ex	Coefficient	- 8332.28	-196.550	186.7270	175.29	46.6265	52.93
	t-statistic	--.69539	1.00718	0.91714	.808	.09592	1.03
Cp	Coefficient	-37728.9	-1060.17	-549.225	-77.233	37.751	8.961
	t-statistic	-1.649501	568.172	-1.12218	-.2725	.613	0.1167
R^2		0.90	.98	.99	.97	.99	.95

تحليل النموذج:

يوضح النموذج المعروض عالية إلى العلاقة ما بين التغيرات في أسعار البترول و مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول غير البترولية، وذلك على النحو التالي:

الولايات المتحدة الأمريكية:

أوضح التحليل إلى أن فترة الإبطاء تشير إلى علاقة طردية والاستثمار الأجنبي المباشر، أي أن الارتفاع في قيمة مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر

خلال فترة سابقة تؤدي إلى ارتفاع في مشروعات الاستثمار الأجنبي خلال السنة الحالية، وذلك بمعدل تغير قدر بـــ *(0.769734)* خلال فترة إبطاء تقدر بسنه واحدة، وهذا بمستوي معنوية حوالي *3.22* خلال نفس الفترة؛ أي أن التغيرات في فترة الإبطاء معنوية التأثير على

وعلى صعيد التغيرات في أسعار البترول، نجد أن النموذج يوضح العلاقة العكسية ما بين التغيرات في أسعار البترول ومشروعات الاستثمار الأجنبي، حيث أن ارتفاع أسعار البترول ترتب عليه انخفاض في قيمة الاستثمارات الأجنبية بمعدل *4515.60-* خلال فترة التحليل من عام ١٩٩٠ إلى عام ٢٠٠٨، وإن كان ذلك غير معنوي التأثير على التغيرات في أسعار البترول، حيث إن قيمة T قدرت بـــ *0.6407-*.

ومن حيث المتغيرات الأخرى داخل النموذج، نجد أن علاقة مشروعات الاستثمارات الأجنبية في الولايات المتحدة الأمريكية بمعدل الإقراض علاقة طردية، وذلك بمستوى تغير *1066021.8*، وان كان ذلك غير منطقي اقتصاديًا، مما يشير إلى عدم وجود علاقة ما بين في معدل الإقراض الفدرالي ومشروعات الاستثمار الأجنبي، لاسيما أن العلاقة غير معنوية؛ حيث إن قيمة t قدرت ب *0.07817*.

ومن حيث معدل الفائدة على الودائع، أوضحت مخرجات التحليل القياسي، أن العلاقة عكسية ما بين التغيرات في معدلات العائد على الودائع ومشروعات الاستثمار الأجنبي، حيث مع ارتفاع العائد على الودائع تنخفض معها مشروعات الاستثمار الأجنبي، وذلك بمعدل تغير قدرت بـــ – *25350.35*، إلا أن التغيير لم يكن معنوي التأثير حيث إن قيمة t قدرت ب – *0.0186*.

ومن جانب التغيرات في كل من مؤشر سعر الصرف الفعال وكذلك معدل التضخم العالمي، نجد أن العلاقة ما بينهم ومشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر علاقة عكسية، وذلك بمعدل تغير 8332.286- و 377828.9- على التوالي، وأيضًا التأثير غير معنوي حيث إن قيمة t قدرت بـــ 0.69539- و – 1.649501 على التوالي خلال فترة التحليل للسلسلة الزمنية.

اليابان:

ومن حيث الاقتصاد الياباني، أوضح التحليل القياسي العلاقة الطرية مابين مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر وفترة الإبطاء، حيث ارتفعت مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر نتيجة ارتفاعها خلال السنة السالفة لسنة المقارنة، وذلك بمعدل تغير قدر بـــ 0.118308، إلا أن التغيير لم يكن معنوي التأثير حيث قدرت قيمة t بـــ.. 3208.

وعلى العلاقة أسعار البترول ومشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر، أشار التحليل إلى علاقة طردية ما بين المتغيرين بمعدل تغير 1613.149 مستوى معنوية قدر بـــ 4.56.

وعلى صعيد كل من التغيرات في العائد على الإقراض، والعائد على الودائع الأمريكية، نجد أن العلاقة والمتغير الأول علاقة طردية بمعدل تغير 87693.61 وبمستوى معنوية 2.52، وبالرغم من إشارة التحليل إلى معنوية العلاقة، وعلى الجانب الآخر نجد علاقة عكسية والمتغير الثاني والمتمثل في معدل العائد على الودائع، حيث قدرت قيمة معدل التغير العكسي بـــ – 93779.81، وكذلك كان التغير معنوي التأثير على مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث قدرت قيمة t بـــ –٢,٦٩، خلال فترة التحليل.

ومن جانب التغيرات في مؤشر الدولار وكذلك معدلات التغير في أسعار المستهلك، أوضح التحليل أن العلاقة عكسية مع كل من المتغيرين، وذلك بمعدل تغير 296.550– و 1060.174– على التوالي، إلا أن مستويات المعنوية كانت منخفضة حيث قدرت قيمة t ب 1.00718– و 0.983– على التوالي.

الصين:

وبتحليل مشروعات الاستثمار الأجنبي للاقتصاد الصيني، نجد أنها تنمو بمعدلات مرتفعة وإيجابية قدرت ب 0.80549 نتيجة التغيرات في قيمة مشروعات الاستثمار الأجنبي خلال فترة سابقة (فترة الإبطاء –١) ، وذلك بمستوى معنوية مرتفع قدر بـــ 11.79 خلال فترة التحليل.

ومن جانب أسعار البترول نجد أن العلاقة طردية ما بين المتغيرين خلال فترة التحليل، حيث قدر معدل التغير بـــ 721.364 وبمعدل مرتفع

للمعنوية ب 4.59، وإن كان ذلك يشير إلا نفي العلاقة العكسية ما بين أسعار البترول والاستثمارات الأجنبية.

ومن حيث كل من معدل الإقراض و معدل العائد على الودائع، أشارت مخرجات التحليل القياسي إلى علاقة طردية ما بين المتغير الأول، وعلاقة عكسية ما بين الثاني، حيث قدرت معدلات التغير ب104382.7 و -3.80663 على التوالي، وبمستوى معنوية قدر بـ 3.8066 و 3.8068-، مما يشير ذلك على عدم تأثر مشروعات الاستثمار الأجنبي في الصين بالتغيرات في معدل الإقراض الأمريكي، إلا أنها تتأثر بالتغيرات في معدل الفائدة؛ حيث تؤدي بدورها إلى انخفاض في قيمة مشروعات الاستثمار الأجنبي، وذلك بمستوى معنوية مرتفع.

وعلى صعيد التغيرات في مؤشر الدولار و معدل التضخم، حيث أشار نموذج VAR إلا علاقة طردية مع الأول، وعلاقة عكسية مع المتغير الثاني، حيث قدر معدل التغير لمؤشر الدولار بـ 186.7270 وذلك بمستوى معنوية 0.91714، أما على جانب التضخم أشارت مخرجات التحليل إلى أن معدل التغير السلبي ومشروعات الاستثمار الأجنبي تقدر بـ 549.2250- و بمعدل معنوية مقدر ب1.22- .

الهند:

وعلى صعيد الاقتصاد الهندي، نجد أن معدلات التغير في مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر ترتفع بشكل إيجابي نتيجة التغيرات في قيمة المشروعات خلال الفترة اللاحقة، حيث قدر معدل النمو لفترة الإبطاء بـ 0.934387، وبمستوى معنوية مرتفع قدر بـ ٢,٧٩٩.

ومن حيث علاقة مشروعات الاستثمار الأجنبي وأسعار البترول، نجد أنها علاقة طردية خلال الفترة من ١٩٩٠ إلى ٢٠٠٨ بنهاية الطفرة النفطية الثالثة، حيث قدر معدل التغير بحوالي 467.833، وبمستوى معنوية ليس منخفض ولكنه لا يعبر عن علاقة معنوية، حيث قدرت قيمة t بحوالي١,٢٥ خلال فترة القياس، هذا وتستنتج الدراسة من ذلك لعدم وجود علاقة عكسية ما بين أسعار البترول والاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصاد الهندي.

ومن جانب معدل الإقراض وكذلك معدل العائد، أوضح التحليل القياسي أن هناك علاقة عكسية والمتغير الأول وعلاقة طردية والثاني، حيث إن معدلات التغير قدرت بـ 2314.447- و 3177.738 على التوالي، وبمستوى معنوية منخفض للمتغيرين قدر بـ 0.092- و 0.12606 على التوالي، وبالنسبة لتحليل معدل الإقراض فإنه يتماشى وأطروحة التحليل المشار إليها عالية، حيث إن ارتفاع معدل العائد على الإقراض سيترتب عليه انخفاض قيمة مشروعات الاستثمار الأجنبي، حيث انخفاض الكفاية الحدية لرأس المال من حيث ارتفاع تكلفة رأس المال، أما من حيث معدلات الفائدة على الودائع، فيشير التحليل إلى إنه ليس بينها وبين مشروعات الاستثمار الأجنبي القائمة حيث إن خفضت معنوية التأثير والمتمثلة في قيمة t.

وعلى صعيد مؤشر الدولار الأمريكي و معدل التضخم العالمي، نجد أن هناك علاقة طردية والمتغير الأول بمعدل تغير قدر بـ 175.2902 ومستوى معنوية منخفض قدر بـ 0.808، وعلى جانب معدلات التضخم فتتوافق وأطروحة الفصل من حيث العلاقة العكسية ومشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر في الهند، حيث إن معدل التغير العكسي قدر بـ 77.23305- وذلك بمستوى معنوية لـ t-statistic قدر بـ 0.272-.

مصر:

ومن حيث الاقتصاد المصري، يبين النموذج القياسي وجود علاقة طردية لفترة الإبطاء، ومن ثم فإن الارتفاع في قيمة مشروعات الاستثمار الأجنبي خلال سنه سابقة؛ سيترتب عليها ارتفاع في قيمة الاستثمارات الأجنبية لمصر بمعدل 0.8896 وذلك بتغيرات معنوية التأثير، حيث قدرت t-statistic بـ 5.011 خلال فترة التحليل.

وعلى صعيد تأثير التغيرات في أسعار البترول، يشير النموذج إلى أن التغيرات في أسعار البترول لم يكن تأثير سلبي على قيمة مشروعات الاستثمار الأجنبي كما في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث قدر معدل التغير بـ 215.7518 خلال فترة التحليل، وذلك بمستوى معنوية مرتفع؛ حيث قدرت t-statistic بـ 2.98 خلال فترة التحليل.

ومن جانب التغيرات في معدل الإقراض ومعدل العائد على الودائع، نجد أن هناك علاقة طردية ومعدل الإقراض الأمريكي بمعدل تغير 1815.5 وبتغير غير معنوي؛ حيث قدرت t-statistic بـــ 0.298؛ ولعل ذلك يرجع إلا أن ارتفاع تكلفة رأس المال داخل الولايات المتحدة يترتب عليه انخفاض الكفاية الحدية لرأس المال، ومن ثَم قد يكون الاقتصاد المصري أكثر ملائمة من الاقتصاد الأمريكي في هذا الأمر.

ويبين النموذج العلاقة العكسية ما بين معدلات الفائدة على الودائع ومشروعات الاستثمار الأجنبي في مصر، حيث مع ارتفاع معدل الفائدة على الودائع الأمريكية يؤدي إلى تغير الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الاقتصاد المصري بمعدل 1358.006-، ولكن التغير غير معنوي التأثير حيث قدرت قيمة t-statistic بحوالي 0.223-.

وعلى صعيد العلاقة ومؤشر الدولار وكذلك معدل التضخم العالمي، نجد أن العلاقة طردية في كلا المتغيرين، حيث معدلات التغير لكلاهما كانت 46.626 و 37.7513 خلال فترة التحليل، إن كانت التغيرات غير معنوية التأثير على الاستثمار الأجنبي في مصر؛ حيث قدرت t-statistic بحوالي 0.959 و 0.613 على التوالي.

تونس:

وعلى صعيد الاقتصاد التونسي، نجد أن العلاقة مابين التغيرات في قيمة مشروعات الاستثمار الأجنبي وفترات الإبطاء الخاصة بها علاقة موجبة، حيث إن معدل التغير لمشروعات الاستثمار الأجنبي نتيجة للتغيرات في تلك المشروعات خلال العام السابق للتحليل يقدر بـــ 0.812144، وذلك بمستوى معنوية t-statistic اقترب من 2.04.

ومن حيث علاقة التغيرات في أسعار البترول ومشروعات الاستثمار الأجنبي في تونس، نجد هناك علاقة طردية ما أسعار البترول والاستثمار الأجنبي في تونس، حيث يقدر معدل التغير بحوالي 89.60178، وبمستوى معنوية منخفض حيث قدرت t-statistic بحوالي 1.27.

ومن حيث معدل الإقراض ومعدل الفائدة، نجد علاقة طردية للمتغير الأول، وعلاقة عكسية للمتغير الثاني، حيث قدرت معدلات التغير للمتغيرين حوالي 682.6200 و 817.37- على التوالي، مع مراعاة أن المتغيرين غير معنويين التأثير على الاستثمارات الأجنبية في تونس؛ حيث قدرت t-statistic بحوالي0.1108 و 0.129-.

ومن حيث تأثير التغيرات في قيمة الدولار و معدل التضخم العالمي، نجد أن العلاقة طردية في كلاهما، حيث تتغير الاستثمارات الأجنبية لدولة تونس بشكل إيجابي بسبب التغيرات في مؤشر معدل الصرف الفعال للدولار، فقدرت الدراسة معدل التغير بـ 52.93، وإن كان معامل t-statistic يشير إلى أن العلاقة غير معنوية حيث قدرت بحوالي 1.03.ومن جانب معدلات التضخم قدر معدل التغير بحوالي 8.961، وبمستوى معنوية يقدر بـ 0.1167.

ومن العرض السابق تستنج الدراسة إلى أن للتغيرات في أسعار البترول لن يكون لها تأثيرًا سلبيًا على الاستثمارات الأجنبية المباشرة، ومن ثم من الممكن تطبيق تلك النتيجة على الاستثمارات في محفظة الأوراق المالية، ولعل ذلك يرجع إلى أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة تتمثل في الطلب على أصول الاقتصاد العيني، حيث أن الأصول المالية ما هي إلا انعكاس للاقتصاد العيني، ومن ثم لن تعد التغيرات في أسعار البترول مؤشرًا سلبيًا للاستثمارات الأجنبية الغير مباشرة، أما عن الانخفاضات في التداول التي قد تحدث إبان ارتفاعات أسعار البترول؛ فأنها تحدث قي في الأجل القصير فحسب، بسبب حالة عدم التأكد حول قدرة تلك الأسواق على امتصاص الصدمة البترولية، أما في الأجل الطويل فتستقر اتجاهات التداول لاسيما في ظل انخفاض مرونة عرض البترول.

٣/٤ الآثار الاقتصادية للتغيرات في البترودولار على الاستثمارات الأجنبية المباشرة:

تتناول الدراسة في هذا الجزء التحليل القياسي للتغيرات في الفوائض المالية البترودولارية على الاستثمارات الأجنبية المباشرة، حيث من المتوقع أن تؤدي ظاهرة البترودولار إلى ارتفاع في الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الدول غير البترولية، ولعل ذلك يرجع إلى كما سبق الذكر إلى ظاهرة ضعف

الطاقة الاستيعابية للدول البترولية لاسيما الأعضاء في أوبك عن تدوير عائد البترول، ومن ثم تعمل هذه الدول على تدويرها ماليًا في الاقتصاد العالمي.

وفي هذا الشأن قامت الدراسة بعمل إحلال لمتغير أسعار البترول بالعائدات المالية من تصدير البترول لدول الأوبك خلال فترة القياس من ١٩٩٠ إلى ٢٠٠٨، وذلك لبيان العلاقة الخطية ما بين التغيرات في العائدات المالية لدول الأوبك من تصدير البترول، وما بين التغيرات في الاستثمارات الأجنبية للدول الغير بترولية، وذلك كما يلي بيانه :

توضح الدراسة أنه قبل بداية القياس أنه في البداية قام بعمل استقرار للسلاسل الزمنية باستخدام اختبار Unit Root Test.

Items	Constant	Coefficient	R^2	t-statistic
USA	169234	0.713	6.0%	1.04
JAPEAN	31678	0.0790	27.8%	2.56
CHINA	135245	0.109	12.7%	1.57
INDIA	6522	0.0604	34.0%	2.96
TUNISIA	10457	0.00948	28.2%	2.58
EGYPT	14441	.0224	32.3%	2.85
WORLD FDI	4783343	6.89	23.5%	2.29

ويشير الجدول السابق إلى العلاقة ما بين التغيرات في تكوين العائدات المالية البترودولارية لدول الأوبك، ومابين الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الدول الغير البترولية، وذلك بالإضافة إلى متغير تابع جديد يتمثل في إجمالي الاستثمارات الأجنبية على مستوى العالم.

ويوضح العرض التالي التحليل الاقتصادي لعلاقة التغيرات في العائدات المالية لصادرات البترول والاستثمارات الأجنبية المباشرة، وذلك على النحو التالي:

أولاً الولايات المتحدة الأمريكية:

على صعيد الولايات المتحدة الأمريكية وجد أن هناك علاقة طردية ما بين العائدات البترولية لدول الأويك، ومشروعات الاستثمار الأجنبي فيها، حيث قدر معدل التغير الموجب بـ ٠,٠٧٩٠، وبقوة تفسيرية حوالي ٦,٠%؛ أي أن ما يقرب من التغيرات في مشروعات الاستثمار الأجنبي في الولايات المتحدة تعود للتغيرات في العائدات المالية من الصادرات البترولية لدول الأوبك خلال فترة الدراسة، إلا أن المتغير غير معنوي التأثير حيث قدرت قيمة t-statistic بحوالي ١,٠٤ خلال فترة القياس.

ثانيًا اليابان:

أوضح النموذج بأن هناك علاقة طردية موجبة ما بين البترودولار والاستثمار الأجنبي المباشر في اليابان، حيث قدر ميل منحنى التغير ما بين المتغير التابع والمتغير المستقل بحوالي ٠,٠٧٩٠، وبقوة تفسيرية ٢٧,٨%، ويتغير معنوي التأثير حيث قيمة t-statistic حوالي ٢,٥٦خلال فترة القياس.

ثالثًا الصين:

ومن حيث الاقتصاد الصيني، كانت العلاقة طردية ما بين التغيرات في قيمة مشروعات الاستثمارات الأجنبية وتكوين العائدات المالية لدول الأوبك، حيث قدر ميل المنحني ما بين المتغيرين بحوالي ٠,١٠٩ خلال فترة القياس، وبقوة تفسيرية للنموذج تقدر بـ ١٢,٧%، إلا أن التغير لم معنوي التأثير حيث قدرت قيمة T-statistic بـ ١,٥٧ خلال فترة القياس.

رابعًا الهند:

وعلى صعيد الاقتصاد الهندي نجد أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة تأثر ت بشكل طردي بسبب التغيرات في عائدات البترول لدول الأوبك وذلك بمعدل تغير ٠,٦٠٤، وبقوة تفسيرية حوالي ٣٤%، وبمستوى معنوية ٢,٩٦ خلال فترة القياس.

خامسًا مصر:

ومن حيث الاقتصاد المصري تأثر ت الاستثمارات الأجنبية المباشرة بشكل موجب بسبب التغيرات في العائدات المالية لمؤشر دول الأوبك، وذلك

بمعدل تغير ٠,٢٢٤، وقوة تفسيرية للنموذج قدرت بـ ٣٢,٣%، وبمستوى معنوية ٢,٨٥ خلال فترة القياس.

سادسًا تونس:

ومن جانب الاقتصاد التونسي فقد تأثر ث الاستثمارات الأجنبية طرديًا بسبب التغيرات في تكوين الفوائض المالية، حيث قدر معدل التغير ٠,٠٠٩٨٤، وبتغير معنوي التأثير حيث قدرت t-statisticبحوالي ٢,٨٥، وبقوة تفسيرية ٢٨,٢%.

سابعًا إجمالي الاستثمارات الأجنبية للعالم:

وعلى صعيد مؤشر الاستثمارات الأجنبية لدول العالم، توصلت الدراسة إلى أن التغيرات في الفوائض المالية البترودولارية لها تأثيرًا إيجابيًا على مؤشر الاستثمارات الأجنبية للعالم، حيث قدرت الدراسة أن ميل منحنى التغير ما بين المتغير التابع والمتغير المستقل يقدر بـ ٦,٨٩، ويتغير معنوي حيث قدرت قيمة t-statistic بحوالي ٢,٢٩، وبقوة تفسيرية للنموذج ٢٣,٥% خلال فترة القياس ما بين ١٩٩٠ و ٢٠٠٨.

** ** **

الفصل الخامس
الخلاصة والنتائج

خلاصة الدراسة:

اعتنت الدراسة بتناول الآثار الاقتصادية للتغيرات في أسعار البترول على الاستثمارات الأجنبية في الدول الغير بترولية، وذلك للعديد من الاعتبارات لعل من أهمها طرح التساؤل: إلى أي مدى من الممكن اعتبار التغيرات في أسعار البترول مؤشرًا إيجابيًا أو مؤشرًا سلبيًا للاستثمارات الأجنبية بوجه عام، ولعل ذلك يرجع في الأساس إلى التباين بين نوعية تأثير التغيرات في أسعار البترول، حيث أن ارتفاع أسعار البترول قد يعد مؤشرًا سلبيًا للاستثمارات الأجنبية بسبب ارتفاع الأسعار ومدى تأثر المتغيرات الاقتصادية سواء الكلية أو الجزئية بذلك، أو ما يخلقه ارتفاع أسعار البترول من زيادة في الفوائض المالية البترودولارية في ظل ضعف الطاقة الاستيعابية للدول البترولية من تدوير تلك الفوائض، ومن ثم تعمل هذه الدول على إعادة تدويرها على شكل استثمارات أجنبية.

تناولت الدراسة في جزئها الأول التحليل الاقتصادي للتغيرات العالمية في أسعار البترول خلال الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨، وهي الفترة التي عرفت بالطفرة النفطية الثالثة، حيث تناولت الدراسة ما يلي:

مفهوم البترول، والأهمية الاقتصادية له بالنسبة إلى دول العالم، سواء الدول المتقدمة والنامية؛ من حيث كون البترول المصدر الأهم للطاقة بالمقارنة بالمصادر الأخرى، أو من حيث كون البترول المصدر الأساسي للعديد من الصناعات الأخرى، وعلى الجانب الآخر أهمية البترول للدول المنتجة والذي يعد المصدر الرئيسي للدخل في غالبية هذه الدول، لاسيما دول الأوبك.

أيضًا تناولت الدراسة التحليل الاقتصادي للعرض والطلب في سوق البترول، وخلصت الدراسة من ذلك إلى ارتفاع الطلب العالمي للبترول خلال فترة الدراسة بالمقارنة بنسبة ارتفاع عرض البترول، ولعل ذلك يرجع إلى انخفاض مرونة الطلب والعرض البترولية.

كذلك الأمر تناولت الدراسة في فصلها تحليلاً لأهم العوامل الاقتصادية التي لها تأثيرٌ على أسعار البترول؛ لعل من أهم هذه العوامل ارتفاع معدل نمو الاقتصاد العالمي؛ والذي يترتب عليه ارتفاع الطلب على البترول، وفي ظل انخفاض مرونة الطلب ترتفع الأسعار. أيضًا التعامل في العقود الورقية والمضاربة أو للتغطية في أسواق المستقبليات من خلال عمليات السوق المفتوح؛ الأمر الذي يترتب عليه ارتفاع أسعار البترول في السوق الفوري خلال الفترة القادمة استجابةً لتلك التوقعات.

هذا ومن العوامل الأخرى ذات التأثير على أسعار البترول تكلفة النضوب، حيث يعد البترول من الموارد الغير متجددة، غير أنه المصدر الرئيسي للدخل في العديد من الدول البترولية. هذا وقد تناولت الدراسة علاقة التغيرات في معدلات صرف الدولار على الأسعار، حيث انخفاض قيمة الدولار يترتب عليه انخفاض قيمة العائدات المالية للأطراف المتعاملة، ومن ثم احتمالية أن يؤثر ذلك سلبًا على أسعار البترول. على الجانب الآخر تناولت الدراسة أهم المعوقات الاقتصادية التي تؤثر سلبًا على الاستثمارات العينية في قطاع البترول، ولعل من أهمها وضع الدول البترولية القيود على عمليات البحث والاكتشاف والتنقيب .... إلى أخره.

وأخيرًا تتأثر أسعار البترول بالمخزون في اتجاهين: يتمثل الاتجاه الأول في الاستثمار في المخزون، أي اقتطاع جزء من العرض الحالي لبيعه خلال فترة قادمة، ومن ثم التأثير على السوق الفوري الحاضر والسوق الفوري خلال فترة قادمة، والمخزون الاحتياطي بالنسبة للدول البترولية وغير البترولية، من حيث الأولى فإن ارتفاع المخزون يؤدي إلى انخفاض العرض، ومن حيث الثانية فإن ارتفاع المخزون يعمل على تثبيت إنتاج البترول لدول أوبك عند حد معين.

واهتمت الدراسة في فصلها الثاني ببيان الاستثمارات الأجنبية بنوعيها: الاستثمارات الأجنبية المباشرة والاستثمارات الأجنبية غير المباشرة (الاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية). حيث تناول الفصل المفهوم الاقتصادي للاستثمار، والتفرقة ما بين الاستثمار كمتغير كلي والاستثمار كمتغير وفق اقتصاديات التمويل، وعرض أنواع الأصول الاقتصادية سواء المالية أو الحقيقة.

على الجانب الآخر تناول الفصل الإطار العام لفهم طبيعة تدفقات رؤوس الأموال بشكل عام على الصعيد، وكذلك فكرة الميزة النسبية والتي من الممكن تطبيقها على تدفقات رؤوس الأموال، ثم تناول الفصل الاستثمار الأجنبي المباشر كم حيث المفهوم الاقتصادي أهم الملامح المميزة، والتي تفرق ما بينه وما بين تدفقات رؤوس الأموال الأخرى، وكذلك أهم المصطلحات الاقتصادية المرتبطة بالاقتصادية المرتبطة به، والتي تساعد في فهم ماهية الاستثمارات المباشرة.

عرض الفصل أيضًا تصنيفات الاستثمارات الأجنبية المباشرة من حيث: الاتجاه، ونوعية النشاط، والهدف، وأشكال النشاط، والتفرقة ما بين الاستثمارات القائمة والمتدفقة؛ حيث يشير الأول إلى المخزون من مشاريع الاستثمار الأجنبي، في حيث يشير الثاني إلى تدفقات رؤوس الأموال.

كذلك تناول الفصل الفكر النظري لفهم تدفقات رؤوس الأموال بهدف الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث عرض لنا نظرية العائد طويل الأجل؛ والذي يعد من أهم سمات الاستثمار المباشر، و نظرية المنشأة الصناعية؛ والتي تقوم على مبدأ إدارة مشروع الاستثمار الأجنبي من قبل المستثمر الأجنبي، ونظرية التملك للاستثمارات الأجنبية المباشرة؛ والتي فيها تسعى المنشأة إلى الحفاظ على المزايا التنافسية التي تتمتع بها، كذلك نظرية دورة حياة المنتج، والنظرية الانتقائية؛ وفيها يعمل المستثمر الأجنبي على انتقاء المزايا ما بين الدول للاستفادة منها، ونظرية أسواق الصرف الأجنبي؛ وفيها تنتقل الاستثمارات المباشرة للاستفادة من الاختلافات ما بين معدلات الصرف، ونظرية التنويع؛ والتي فيها يعمل المستثمر على تنويع المخاطر التي قد يتعرض لها، ونظرية الموقع، ونظرية الاستيعاب؛ والتي تفسر الاستثمار الأجنبي وفق نشاط الشركات المتعددة الجنسيات.

على الصعيد الآخر عرض الفصل تحليلاً لأهم المزايا الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية المباشرة، لعل من أهمها: الآثار على التقدم التكنولوجي، الآثار على ميزان المدفوعات، الآثار على الدخل القومي، الآثار على العمالة وشروط العمل. كذلك تناول الفصل عرض لأهم المحددات الاقتصادية وغير

الاقتصادية للاستثمار الأجنبي المباشر، ولعل من أهمها: حجم السوق، والتحرير التجاري، برامج الخصخصة، هذا بخلاف العوامل غير التقليدية مثل الاستقرار السياسي والحوكمة والشفافية .

وفي الجزء الثاني من الفصل تم عرض الاستثمارات الأجنبية في محفظة الأوراق المالية، حيث تناول هذا الجزء عرض المفهوم الاقتصادي للاستثمارات الأجنبية غير المباشر، وكذلك أهم الخصائص المميزة للأصول المالية؛ والتي تعد سببًا للاستثمار المالي بوجه عام، كذلك اعتني الفصل بعرض أنواع الاستثمارات الأجنبية في محفظة الأوراق المالية، وأهم النظريات الاقتصادية التي تفسر تحركات رؤوس الأموال بهدف الاستثمار الأجنبي غير المباشر، ولعل من أهمها: نظرية معدل العائد المتوقع، نظرية المخاطر المدركة والتنويع و نظرية المقابلة ما بين العائد والمخاطرة.

كذلك عرضت الدراسة للأهمية الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية في محفظة الأوراق المالية، ولعل من أهمها: التأثير الايجابي على الكفاءة المعلوماتية، زيادة الكفاءة التخصيصة للدولة المضيفة، خلق الأدوات المالية الجديدة، التأثير الايجابي على الشركات المحلية،وزيادة الثقة في الاقتصاد المحلي.

على الجانب الآخر تناول الفصل المحددات الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، والتي تأتي في مقدمتها كفاءة أسواق المال، وهي تنقسم بدورها إلى: الكفاءة المعلوماتية لأسواق المال، والكفاءة التشغيلية لأسواق المال، والكفاءة التخصيصية لأسواق المال.

هذا فقد اهتم الفصل الثالث من الدراسة لتحليل آثر التغيرات في أسعار البترول على الاستثمارات الأجنبية، والتي قد تأخذ ثلاث اتجاهات: الأول الخاص بالاستثمارات الأجنبية لمحفظة الأوراق المالية، والثاني الاستثمارات الأجنبية المباشرة، والثالث ظاهرة الفوائض المالية البترودولارية. وذلك على النحو التالي:

تناول الجانب الأول آثر التغيرات في أسعار البترول على أسواق رأس المال، وذلك لكونها أحد أهم أنواع أسواق المال، والأكثر تأثرًا بالتغيرات في

أسعار البترول، فتناول الدراسة العلاقة النظرية ما بين المتغيرين والتي تتمثل في: انتقال حالة عدم التأكد من سوق البترول إلى سوق رأس المال، التأثير على الكفاءة المعلوماتية للسوق، انخفاض مرونة الطلب السعرية وأسواق رأس المال، كذلك تناول هذا الجزء المحددات الاقتصادية للتغيرات في أسعار البترول على الاستثمار في أسواق رأس المال وهي : التباين من حيث الصناعات والقطاعات، وكذلك التباين من حيث الدول البترولية والدول غير البترولية، كذلك عرض الفصل لأهم الدراسات الاقتصادية التي تناولت تأثير التغيرات في أسعار البترول على مؤشرات أسواق رأس المال.

على الصعيد الآخر تناول الفصل في جزئهِ الثاني الآثار الاقتصادية للتغيرات في أسعار البترول على الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث تتأثر الاستثمارات الأجنبية المباشرة من جانبين: يتمثل الجانب الأول في تأثر الاقتصاد المالي، والجانب الثاني في تأثر الاقتصاد العيني وذلك من حيث: تأثير أسعار البترول على مخرجات القطاع الصناعي، تأثير أسعار البترول على التجارة الدولية، تأثير أسعار البترول على القطاع النقدي، تأثير أسعار البترول على معدلات الصرف الأجنبي.

فيما تناول الجزء الأخير من الدراسة تأثير الفوائض المالية البترودولارية على الاستثمار الأجنبي، فتناول هذا المبحث المفهوم الاقتصادي للعملية البترولية، والفرق ما بين البترودولار البترويورو والتحول إلى البتروعملة، على الجانب الآخر تناول هذا المبحث مشكلة الطاقة الاستيعابية من حيث: المفهوم الاقتصادي لها، أهم المحددات الاقتصادية المفسرة لها مع تطبيقها على الدول البترولية.

كذلك تناول المبحث تطور العائدات المالية من البترول خلال فترة الدراسة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨، كذلك تطور الفوائض المالية البترودولارية لدول الأوبك خلال فترة الدراسة. هذا وقد التحليل النظري لتدوير الفوائض المالية، والتي تنقسم بدورها إلى التدوير التِجاري والتدوير المالي.

على الجانب الآخر تناول المبحث قنوات انتقال البترودولار إلى الاستثمارات الخارجية، ولعل من أهم تلك القنوات صناديق الثروات السيادية،

فتناول المبحث مفهومها وأهدافها وتصنيفاتها، وكذلك أنماط الاستثمارات البترودولارية في الدول غير البترولية، وأيضًا اتجاهات الاستثمارات البترودولارية خلال فترة الدراسة.

النتائج:

تنقسم نتائج الدراسة إلى ثلاثة أقسام، يتناول **الجزء الأول** ما توصلت إليه الدراسة بشأن أسعار البترول والسوق البترولية خلال فترة الطفرة النفطية الثالثة، ويعتني **الجزء الثاني** بالنتائج الخاصة بعلاقة التغيرات في أسعار البترول والاستثمار الأجنبي غير المباشر، والتي تناولتها الدراسة عن طريق تحليل تأثير أسعار البترول على أسواق رأس المال.

ويهتم **الجانب الثالث** بتناول تأثير التغيرات في أسعار البترول على الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وذلك من خلال تناول الصدمة البترولية على اقتصاديات الدول البترولية، وعلى الجانب الأخير تعرض لنا الدراسة في نتائجها للفوائض المالية البترودولارية والمعروفة بسم البترودولار أو العملة البترولية نظرًا للتطورات التي تحدث في العملة البترولية، وذلك على النحو التالي:

التحليل الاقتصادي لأسعار البترول.

تلخص الدراسة نتائجها بشأن التحليل الاقتصادي لأسعار البترول في النقاط التالية:

- اتسم الطلب على البترول خلال فترة الدراسة بالارتفاع بمعدلات عالية، ولعل ذلك يرجع إلى عدة عوامل من أهمها ارتفاع النمو الاقتصادي العالمي، كذلك ارتفاع الطلب من جانب الدول النامية القائدة مثل الصين والهند، هذا والأمر الذي أثر بشكل كبير على ارتفاع الطلب انخفاض مرونة الطلب السعرية على البترول؛ مما ترتب عليه استمرار ارتفاع الطلب على البترول بالرغم من الارتفاع السعري.
- يعد العرض من العوامل التي لها تأثير بالغ الأهمية على السوق البترولية، هذا فقد اتسمت السوق البترولية خلال فترة الدراسة بالجمود في العرض بالمقارنة بالتداعيات التي حدثت في الاقتصاد العالمي،

فعرض البترول من جانب الدول البترولية ولاسيما دول الأوبك يخضع لمجموعة من الاعتبارات من أهمها التأثر بتكلفة نضوب البترول، والبعد الاجتماعي للبترول، هذا بالإضافة من موقف الاحتياطي للدول الغير بترولية، والذي تعمل الأوبك على تحديد نسبة له، من خلالها يتم تحديد سياسية العرض خلال الفترة القادمة، على الصعيد الآخر فإن انخفاض مرونة عرض البترول من العوامل التي كان التأثير على سوق البترول؛ وذلك على أساس انخفاض استجابة الكميات المعروضة للتغيرات في السعر.

- على الجانب الآخر اتسمت العشرينات بتحول في السوق البترولية من سوق المستهلك إلى سوق المنتج، أما خلال فترة العقد الأول من القرن العشرين اتسمت بسوق الوساطة والمضاربة، وفي هذا الشأن نجد ارتفاع المعاملات داخل العقود الورقية البترولية في أسواق المستقبليات في الاتجاهين، **الاتجاه الأول:** بالنسبة للتجاريين، أو أطراف السوق العيني، والإتجاة الثاني في السوق لغير التجاريين، أو المضاربين. هذا مما جعل السوق البترولية جزء من اقتصاديات نوادي الثمار، كما اتسمت تلك الفترة بارتفاع حجم عقود المضاربة بالمقارنة بالعقود الأخرى، هذا وتوصلت الدراسة إلى أن تأثير التغيرات في العقود الورقية تأثير نسبي (لوغارتمي)، وليس خطي وعلى أسعار البترول وذلك في الاتجاه الموجب.

أسعار البترول والاستثمار الأجنبي الغير مباشر" استثمار محفظة الأوراق المالية"

أوضحت الدراسة إلى علاقة التغيرات في أسواق رأس المال بالتغيرات في أسعار البترول، وذلك من خلال مجموعة من القنوات الاقتصادية، إلا أن هذا التأثير يعد تأثير قصير الأجل، أي يتلاشي في الأجل الطويل نتيجة حركة تصحيح الأسعار السوقية للأسهم، وذلك على السوق بشكل عام إلا إنه قد تتأثر قطاعات معينة داخل سوق رأس المال، مِن ثَم لا تعد أسعار البترول مؤثرة على الاستثمارات الأجنبية غير المباشر داخل الدول البترولية في الأجل المتوسط

والطويل؛ ولعل التفسير الاقتصادي لذلك يرجع إلى الأهمية الاقتصادية للبترول لغالبية دول العالم، الأمر الذي يترتب عليه امتصاص الاقتصاد العالمي للارتفاع المرتفع في الأسعار، وهذا وما يؤكد هذا الطرح انخفاض مرونة الطلب السعرية للبترول في الأجلين القصير والطويل.

أسعار البترول والاستثمار الأجنبي المباشر.

توصلت الدراسة من خلال قياس علاقة الاستثمارات الأجنبية المباشرة وأسعار البترول، فتوصلت الدراسة إلى أن التغيرات في أسعار البترول لم يكن لها تأثير على الاستثمارات الأجنبية المباشرة القائمة، أو التدفقات المرتقبة، بالرغم من تأثر الدول غير البترولية بالصدمة بترولية؛ ولعل ذلك يرجع إلى أن عوامل جذب الاستثمار وكذلك عوامل تحقيق الاستقرار لمشروعات الاستثمار الأجنبي القائمة كانت أكبر من العوامل السلبية للصدمة البترولية.

هذا فتتأثر الدول في الأجل القصير فحسب من حالة عدم التأكد حول المستقبل ولكن قدرة الاقتصاد على نقل الارتفاع السعري إلى المستهلك يكون له أهمية في تخفيض تأثير أسعار البترول على الاستثمارات الأجنبية القائمة، كذلك فإن المنتجات البترولية وكذلك مشتقاتها تتسم بانخفاض مرونتها لاسيما للأهمية الاقتصادية لها من عدم تأثر الاستثمارات الأجنبية بالصدمة البترولية، وذلك كما سلف الإشارة عالية.

** ** **

الملحق الإحصائي

جدول رقم(١/١)
تطور الاحتياطي المؤكد لدول أوبك
خلال فترة الدراسة من ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٨

(مليون/برميل)

السنة / الدولة	٢٠٠١	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨
الجزائر	١١,٣١٤	١١,٣١٤	١١,٨٠٠	١١,٣٥٠	١٢,٢٧٠	١٢,٢٠٠	١٢,٢٠٠	١٢,٢٠٠
أنجولا	٦,٥٠٠	٨,٩٠٠	٨,٨٠١	٩,٠٣٥	٩,٠٥٠	٩,٣٣٠	٩,٥٠٠	٩,٥٠٠
الإكوادور	٤,٣٦٠	٥,٠٦٠	٥,٠٦٠	٥,١٨٠	٥,١٨٠	٥,١٨٠	٦,٣٦٨	٦,٥١١
اندونيسيا	٥,٠٩٥	٤,٧٢٢	٤,٣٢٠	٤,٣٠١	٤,١٨٨	٤,٣٧٠	٣,٩٩٠	٣,٩٩٠
إيران	٩٩,٠٨٠	١٣٠,٦٩٠	١٣٣,٢٥٠	١٣٢,٤٦٠	١٣٦,٢٧٠	١٣٨,٤٠٠	١٣٦,١٥	١٣٧,٦٢٠
العراق	١١٥,٠٠	١١٥,٠٠	١١٥,٠٠	١١٥,٠٠	١١٥,٠٠	١١٥,٠٠	١١٥,٠٠	١١٥,٠٠
الكويت	٩٦,٥٠٠	٩٦,٥٠٠	٩٩,٠٠٠	١٠١,٥٠٠	١٠١,٥٠٠	١٠١,٥٠٠	١٠١,٥٠٠	١٠١,٥٠٠
ليبيا	٣٦,٠٠٠	٣٩,١٢٦	٣٩,١٢٦	٣٩,١٢٦	٤١,٤٦٤	٤١,٤٦٤	٤٣,٦٦٣	٤٤,٢٧١
نيجيريا	٣١,٥٠٦	٣٤,٣٤٩	٣٥,٢٥٥	٣٥,٨٧٦	٣٦,٢٢٠	٣٧,٢٠٠	٣٧,٢٠٠	٣٧,٢٠٠
قطر	١٥,٢٠٧	١٥,٢٠٧	٢٦,٠٨٩	٢٥,٤٩٤	٢٥,٢٨٨	٢٦,١٨٥	٢٥,٠٩٠	٢٥,٤٠٥
السعودية	٢٦٢,٦٩٧	٢٦٢,٧٩٠	٢٦٢,٧٣٠	٢٦٤,٣١٠	٢٦٤,٢١١	٢٦٤,٢٥١	٢٦٤,٢٠٩	٢٦٤,٠٦٣
الإمارات	٩٧,٨٠٠	٩٧,٨٠٠	٩٧,٨٠٠	٩٧,٨٠٠	٩٧,٨٠٠	٩٧,٨٠٠	٩٧,٨٠٠	٩٧,٨٠٠
فنزويلا	٧٧,٦٨٥	٧٧,٣٠٧	٧٧,٢٢٦	٧٩,٧٢٩	٨٠,٠١٢	٨٧,٣٢٤	٩٩,٣٧٧	١٧٢,٣٢٣
OPEC	٨٥٩,٠١٤	٨٩٥,٦٣٩	٩١٥,٤٥٧	٩٢١,١٦١	٩٢٨,٤٥٣	٩٤٠,٢٠٤	٩٥٢,٠٤٨	١,٠٢٧,٣٨٣

Source: – ***Annual Statistical Bulletin***, OPEC, 2008.

جدول رقم (٢/١)

تطور الاحتياطي العالمي للبترول

خلال فترة الدراسة من ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٨

(مليون،برميل)

السنة / الدولة	٢٠٠١	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨
أمريكا الشمالية	٢٧,١٠١	٢٧,١٦٧	٢٦,٩٥٤	٢٦,٢٤٣	٢٦,٥٧٩	٢٦,٦٩٩	٢٥,٨٧٢	٢٦,٢١٧
أمريكا اللاتينية	١٢٤,٥٨٤	١١٧,٥٢٨	١١٧,٠٤٥	١١٨,٩٧٨	١١٨,٤٥٥	١٢٤,٢٥٢	١٣٧,٢٩٣	٢١٠,٥٠٧
أوروبا الغربية	١١٤,٦١٤	١٢٣,٣١٢	١٢٦,٦٩٤	١٢٦,٠٩٥	١٢٧,٢٦٦	١٢٨,٨٥٢	١٢٨,٩٧٩	١٢٨,٩٧٩
أوروبا الشرقية	١٩,٤٩٨	١٨,٣٠٩	١٦,٩٢٣	١٧,١٧٤	١٦,٩٥٢	١٥,٣٦٩	١٤,٩١٣	١٤,٨٠٥
الشرق الأوسط	٦٩٧,٠٣٨	٧٢٨,٩٥٧	٧٤٤,٨١٥	٧٤٨,٤٢٣	٧٥٩,٦٩٠	٧٥٤,٦١٦	٧٥٠,٦١٩	٧٥٢,٢٥٨
إفريقيا	٩٦,٨٦٠	١٠١,٨٨٩	١١٢,١٧٠	١١٣,١٨٤	١١٧,٣٧٢	١١٨,٧٩٤	١٢١,٣٤٩	١٢٢,٠٤١
اسيا والباسفيك	٤٣,٢٣٥	٤٠,٤٤٨	٤٠,٢١١	٤٠,٢٤٢	٤١,٦٤٠	٤٠,٩٦٤	٤١,٢٢٣	٤٠,٢٧٨
إجمالي العالم	١,١٢٢,٤٣٠	١,١٥٧,٦١٠	١,١٨٤,٨٢٣	١,١٩٠,٢٣٨	١,٩٨,٩٥٣	١,٢٠٩,٥٤٥	١,٢١٩,٣٥١	١,٢٩٥,٠٨٥
أوبك	٨٥٩,٠١٤	٨٩٥,٦٣٩	٩١٥,٤٥٧	٩٢١,١٦١	٩٢٨,٤٥٣	٩٤٠,٢٠٤	٩٥٢,٠٤٨	١,٠٢٧,٣٨٣
نسبة أوبك	٧٦,٥	٧٧,٤	٧٧,٣	٧٧,٤	٧٧,٤	٧٧,٧	٧٨,١	٧٩,٣

Source: – Annual Statistical Bulletin, OPEC, 2008.

جدول (٣/١)
تطور الإنتاج الفعلي لدول أوبك
خلال فترة الدراسة من ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٨

(مليون/برميل)

السنة / الدولة	٢٠٠١	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨
الجزائر	٧٧٦,٦	٧٢٩,٩	٩٤٢,٤	١٣١١,٤	١٣٥٢,٠	١٣٦٨,٨	١٣٧١,٦	١٣٥٦,٠
أنجولا	٧٤٠,٤	٨٩٤,٢	٩٠١,٢	١٠٢٠,٣	١٢٤١,٤	١٣٨٤,٦	١٦٩٤,٦	١٨٩٦,٣
الإكوادور	٣٩٤,٥	٣٧٨,٦	٤٠٢,٠	٥٠٧,٣	٥١١,٩	٥١٨,٤	٥١١,٤	٥٠١,٤
اندونيسيا	١٢١٤,٢	١١٢٥,٤	١١٣٩,٧	١٠٤٩,٤	١٠٥٩,٣	٤٠٧٢,٦	٨٣٧,٦	٨٥٦,٧
إيران	٣٥٧٢,٠	٣٢٤٨,٠	٣٧٤١,٦	٣٨٣٤,٢	٤٠٩١.٥	١٩٥٧,٢	٤٠٣٠,٧	٤٠٥٥,٧
العراق	٢٥٩٣,٧	٢١٢٦,٥	١٣٧٧,٨	٢١٠٧,١	١٨٥٣,٢	٢٦٦٤,٥	٢٠٣٥,٢	٢٢٨٠,٥
الكويت	١٩٤٧,٠	١٧٤٥,٩	٢١٠٧,٦	٢٢٨٨,٧	٢٥٧٣,٤	١٧٥١,٢	٢٥٧٤,٥	٢٦٧٦,٠
ليبيا	١٣٢٢,٥	١٢٠٠,٩	١٤٣١,٩	١٥٨٠,٧	١٦٩٣,٢	٢٢٢٣,٩	١٦٧٣,٩	١٧٢١,٥
نيجيريا	٢٠١٧,٦	١٨٠١,٧	٢١٦٦,٣	٢٣٢٧,٥	٢٣٦٥,٩	٢٢٢٣,٩	٢٠٥٩,٣	٢٠١٧,٤
قطر	٦٣٢,٩	٥٦٨,٩	٦٧٦,٠	٧٥٥,٣	٧٦٥,٩	٨٠٢,٩	٨٤٥,٣	٨٤٢,٨
السعودية	٧٨٨٨,٩	٧٠٩٣,١	٨٤١٠,٣	٨٨٩٧,٠	٩٣٥٣,٣	٩٢٠٧,٩	٨٨١٦,٠	٩١٩٨,٠
الإمارات	٢١١٥,٢	١٩٠٠,٣	٢٢٤٨,٠	٢٣٤٣,٦	٢٣٧٨,٠	٢٥٦٨,٠	٢٥٢٩,٠	٢٥٧٢,٢
فنزويلا	٢٧٩١,٩	٢٧٨٢,٠	٢٦٤٣,٠	٣٠٠٩,٤	٣٠٦٦,٨	٣٠٣٥,٦	٢٩٤٩,٥	٣١١٨,٥
OPEC	٢٨٠٠٨,٣	٢٥٥٩٥,٣	٢٨١٨٧,٩	٣١٠٧٦,٨	٣٢٣٠٥,٧	٣٢٤٤٨,٦	٣١٩٢٨,٦	٣٣٠٣٦,٠

Source: – Annual Statistical Bulletin, OPEC, 2008.

جدول رقم (٤/١)

تطور الإنتاج العالمي للبترول

خلال فترة الدراسة من ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٨

(مليون/برميل)

السنة / الدولة	٢٠٠١	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨
أمريكا الشمالية	٧١٧٨,٨	٧١٩١,٣	٧١٤٠,١	٦٨٢٣,٩	٦٥٣٨,٣	٦٤٤٧,٨	٦٤٨٩,٥	٦٣٠٣,٥
أمريكا اللاتينية	٩٣٢٤,٤	٩٤٧٤,٥	٦٥٤٩,٤	٩٩٦١,٨	١٠١٣٠,٣	١٠٠٧٧,٨	٩٧٩٥,٦	٩٨١١,١
أوروبا الغربية	٨٢٤٩,٦	٩٠٤٠,٠	٩٩٦٠,٩	١٠٧٤٥,٧	١١٠٨٣,٢	١١٥٣٢,٤	١١٩٩٦,٧	١٢٠٢٨,٩
أوروبا الشرقية	٦٠٣٣,٦	٥٩٥١,٦	٥٦٢٨,٢	٥٣٧٤,٩	٤٩٠٥,١	٤٥٠١,٥	٤٣١٩,٩	٤٠٣٧,٩
الشرق الأوسط	٢٠٧٧٦,٦	١٨٦١٨,٣	٢٠٤٠٨,٥	٢١٩٨١,٥	٢٢٧٢٢,٠ .	٢٢٩٠٠,٨	٢٢٣٦٢,٠	٢٣١٢٥,٥
أفريقيا	٦٦١٣,٣	٦٤٢٩,٢	٧٢٤٦,٤	٨٢٧٦,٩	٨٨١٥,٧	٨٩٥٨,٤	٩١٠٣,٧	٩٣٢٣,٧
آسيا والباسفيك	٧٢٠٧,٦	٧٢٧٥,٩	٧٢٨٧,٧	٧٣٤٧,١	٧٤٤٥,٩	٧٣١٠,٧	٧٣١٩,٥	٧٣٩٧,٧
إجمالي العالم	٦٥٣٨٦,٩	٦٣٩٨٠,٨	٦٧٢٢١,١	٧٠٥١١,٧	٧١٦٤٠,٥	٧١٧٢٩,٣	٧١٣٨٦,٩	٧٢٠٢٨,٣
أوبك	٢٨٠٠٨,٣	٢٥٩٥٩,٣	٢٨١٨٧,٩	٣١٠٧٦,٨	٣٢٣٠٥,٧	٣٢٤٤٨,٦	٣١٩٢٨,٦	٣٣٠٩٣,٠
نسبة أوبك	٤٢,٨	٤٠,٠	٤١,٩	٤٤,١	٤٥,١	٤٥,٢	٤٤,٧	٤٥,٩

Source: – Annual Statistical Bulletin, OPEC, 2008.

تطور الطلب العالمي على البترول
خلال فترة الدراسة من ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٨

(مليون/برميل)

السنة / الدولة	٢٠٠١	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨
أمريكا الشمالية	٢١١٠٤,٩	٢١١١٦,٦	٢١٦٢٣,٤	٢٢٣٣٨,٨	٢٢٤٤٤,٤	٢٢٢٩٧,٦	٢٢٣٦٢,١	٢١٢٢٧,٣
أمريكا اللاتينية	٦٥٣٧,٢	٦٣٩٩,٣	٦٣٠٣,٠	٦٥٢٧,٧	٦٦٨٩,٥	٦٨٩٣,١	٧١٦١,٢	٧٣٥١,٢
أوروبا الغربية	٤٧٠٣,٥	٤٥٠٣,١	٤٦٣٢,٥	٤٧٥٩,٩	٤٩٠٤,٤	٥١١٤,٣	٥٢٢٠,٧	٥٣١٣,١
أوروبا الشرقية	١٤٧٤٥,٣	١٤٥٨٩,٢	١٤٧٠٥,٢	١٤٥٤٦,٠	١٤٥٨٨,٠	١٤٥٧٢,٤	١٤٢٢٣,٥	١٤١١٥,١
الشرق الأوسط	٣٨٥٧,٢	٣٩٦٧,٠	٤١٥٦,٠	٤٦٢٥,٨	٤٦٢٥,٨	٤٨٧٤,٤	٥٠٩٨,٦	٥٣٨٠,٢
أفريقيا	١٨٨٤,٤	١٩٣٦,١	١٩٨٠,٦	٢١٢٧,٤	٢٢٢٦,٨	٢٢٥٦,٢	٢٣١٨,٦	٢٤٤٥,٧
آسيا والباسفيك	١٩٤١١,٣	٢٠١٤٣,٦	٢٠٧٢٥,٣	٢١٩١٦,٤	٢٢٢٩٤,٦	٢٢٦٧٥,٨	٢٣١٨٩,٦	٢٣٣٩٣,٨
إجمالي العالم	٧٢٢٤٣,٨	٧٢٧٠٦,٠	٧٤١٢٥,٩	٧٦٥٩٠,٢	٧٧٧٧٣,٦	٧٨٦٨٣,٨	٧٩٥٧٤,٥	٧٩٢٢٦,٥
أوبك	٥٣٣٣,٥	٥٥٠٦,٨	٥٧٠٥,٨	٦٠٤٣,٣	٦٣١٦,٧	٦٥٤٠,١	٦٧٨٣,٦	٧١٤٠,٨
نسبة أوبك	٧,٤	٧,٦	٧,٧	٧,٩	٨,١	٨,٢	٨,٥	٩,٠

Source: – Annual Statistical Bulletin, OPEC, 2008.

جدول رقم (٦/١)

تطور أسعار البترول خلال فترة الدراسة من ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٨

(مليون/برميل)

بيان	سلة أوبك OPEC	الخام العربي Arab Light	خام دبي DUBAI	خام برنت BRENT	خام USA WTI	الخام الروسي URALS	الخام الفنزويلي TJL
2001	23.12	21.90	22.83	24.46	26.00	22.97	20.35
2002	24.36	23.38	23.83	25.03	26.13	23.80	22.61
2003	28.10	26.43	26.77	28.81	31.09	27.02	26.96
2004	36.05	31.14	33.66	38.23	41.44	34.47	33.66
2005	50.64	45.28	49.36	54.44	56.51	50.79	46.37
2006	61.08	56.82	61.54	65.16	66.04	61.37	55.07
2007	69.08	64.18	68.38	72.55	72.29	69.55	65.65
2008	94.45	88.12	93.85	97.37	100.00	94.87	92.25

Source: - Annual Statistical Bulletin, OPEC, 2008.

جدول رقم (٧/١)

النمو الاقتصادي العالمي، ونمو الطلب العالمي على البترول خلال فترة الدراسة من ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٨.

السنة / بيان	٢٠٠١	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨
معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي	%.٢,٤	%.٣,٠	%٣,٩	%٤,٩	%٤,٩	%٥,١	%٥,٠	%٣,٨
معدل النمو في الطلب العالمي على البترول	%٠,٨	%٠,٩	%٢,٤	%٣,٨	%١,٨	%١,٢	%١,٢	- %٠,١

تم إعداد الجدول السابق بمعرفة الباحث من.

SOURCE:-OAPEC, **Secretary General's Annual Report, several issues.**

جدول رقم (٨/١)

تطور المعاملات على العقود المستقبلية

خلال فترة الدراسة من ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٨

	عقود التغطية (*Commercial contracts*) %		عقود المضاربة (*Non-Commercial contracts*) %		حجم العقود *Open interest*
	طويل LONG	قصير SHORT	طويل LONG	قصير SHORT	
٢٠٠٠	٧٤,٤	٧٦,٩	١٠,٢	٠,٦	٤٥٦,٧١٧
٢٠٠١	٨٠,٥	٦٥,٨	٣,٦	٩,١	٤٥٣,٩٤٣
٢٠٠٢	٥٦,٤	٦٦,٧	١٣,١	١٨,١	٤٨٦,١٨٠
٢٠٠٣	٦٢,٧	٦٧,٥	١٩,٨	٨,٤	٥٣٦,٠١٧
٢٠٠٤	٦٧,٣	٧١,٥	١٦,١	٨,٤	٦٩٦,٨٥٠
٢٠٠٥	٦٢,١	٦٣,٦	١٣,٢	١٦,٧	٨٢٢,٦٣٦
٢٠٠٦	٥٤,٩	٦٠,١	١٧,٧	٢١,١	١٠٨٦,٧٦٢
٢٠٠٧	٥٨,٥	٦٥,٣	١٦,١	٢٠,٣	١٥٤٩,٤٢٥
٢٠٠٨	٤٩,٨	٥١,١	١٥,٦	٢٧,٥	١٣٤٤,٤١١

Source: – Michel A. and Others: – "Fundamentals, Trader activity and derivative pricing", CFTC, 2008.

جدول رقم(٩/١)
تطور معدلات صرف الدولار أمام العملات الرئيسية
خلال فترة الدراسة من ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٨

العملة / السنة	٢٠٠١	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨
اليورو €	١,١١٧	١,٠٥٩	٠,٨٨٤	٠,٨٠٤	٠,٨٠٣	٠,٧٩٦	٠,٧٢٠	٠,٦٤٨
الإسترليني £	٠,٦٩٤	٠,٦٦٦	٠,٦١٢	٠,٥٤٦	٠,٥٤٩	٠,٥٤٣	٠,٤٩٦	٠,٥٠٣
الين ¥	١٢١,٥٣	١٢٥,٣٩	١١٥,٩٣	١٠٨,١٩	١١٠,٢٢	١١٦,٣٠	١١٥,٠٢	١١١,٧١

المصدر:– النشرة الاقتصادية للبنك الأهلي المصري، المجلد الستون، العدد الرابع.

جدول (١/٣)
تطور النمو السكاني لدول الأوبك
خلال فترة الدراسة من عام ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨(١٠٠٠ نسمة)

الدولة / السنة	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	معدل النمو السنوي *
الجزائر	٣٠,٦١٠	٣١,٠٤٠	٣١,٣٥٧	٣١,٨٤٠	٣٢,٠٨١	٣٢,٩٠٦	٣٣,١٣٣	٣٣٣,٥٠٦	٣٣,٨٨٣	١٠,٦٩
أنجولا	١٣,٩٣٠	١٤,٣١٨	١٤,٧٣٧	١٥,١٨٠	١٥,٦٣٥	١٦,٠٩٥	١٦,٥٥٧	١٧,٠٢٠	١٧,٤٩٦	٢٥,٥٩
الإكوادور	١٢,٢٩٩	١٢,٤٨٠	١٢,٦٦١	١٢,٨٤٣	١٣,٠٢٧	١٣,٢١٥	١٣,٤٠٨	١٣,٦٠٩	١٣,٨٠٥	١٢,٢٤
اندونيسيا	٢٠٦,٢٦٥	٢٠٩,٠١٤	٢١١,٨١٧	٢١٤,٦٧٤	٢١٧,٥٨٨	٢٢٠,٥٥٨	٢٢٣,٠٤٢	٢٢٥,٦٣٠	٢٢٨,٢٤٨	١٠,٦٥
إيران	٦٣,٥١٥	٦٤,٥٨٣	٦٥,٦٥٧	٦٦,٦٨٠	٦٧,٦٥٦	٦٨,٥٨٨	٦٩,٤٧٧	٧٠,٣٧٨	٧١,٢٩٠	١٢,٢٤
العراق	٢٥,٠٥١	٢٥,٦٨٧	٢٦,٣٠١	٢٦,٨٩١	٢٧,٤٥٦	٢٧,٩٩٦	٢٨,٥٠٦	٢٨,٩٩٣	٢٩,٤٨٨	١٧,٧١
الكويت	٢,٢٢٨	٢,٢٤٣	٢,٣٦٣	٢,٤٨٤	٢,٦٤٥	٢,٧٠٠	٢,٧٧٩	٢,٨٥١	٢,٩٢٥	٣١,٢٨
ليبيا	٥,٣٤٦	٥,٤٥٦	٥,٥٦٨	٥,٦٨٣	٥,٧٩٩	٥,٩١٨	٦,٠٣٩	٦,١٦٠	٦,٢٨٣	١٧,٥٢
نيجيريا	١٢٤,٧٧٣	١٢٨,٠٣٩	١٣١,٣٣٦	١٣٤,٦٥٩	١٣٨,٠٠١	١٤٤,٣٥٦	١٤٤,٧٢٠	١٤٨,٠٩٣	١٥١,٠٤٥	٢١,٤٥
قطر	٦١٧	٦٤٩	٦٨٧	٧٢٧	٧٦٤	٧٩٦	٨٢١	٨٤١	٨٦١	٣٩,٤٥
السعودية	٢٠,٤٧٤	٢٠,٩٧٦	٢١,٤٩١	٢٢,٠١٩	٢٢,٥٢٩	٢٣,١١٩	٢٣,٦٧٩	٢٤,٢٤٣	٢٤,٨٢٠	٢١,٢٢
الإمارات	٣,٢٤٧	٣,٤٢٤	٣,٦٠٣	٣,٧٧٩	٣,٩٤٧	٤,١٠٤	٤,٢٤٨	٤,٣٨٠	٤,٥١٦	٣٩,١٥
فنزويلا	٢٤,٣١١	٢٤,٧٦٦	٢٥,٢٢٠	٢٥,٦٧٤	٢٦,١٢٧	٢٦,١٢٧	٢٧,٠٣٠	٢٧,٤٨٣	٢٧,٩٣٥	١٤,٩٠
الأوبك	٥٣٢,٦٦٦	٥٤٢,٦٧٥	٥٥٢,٧٩٨	٢٦٣,١٣٣	٥٧٣,٢٥٥	٥٧٣,٢٥٥	٥٩٣,٤٣٩	٦٠٣,١٨٣	٦١٣,٠٩٥	١٣,١١

* تم حساب معدلات النمو بواسطة الباحث. Source: ***- Annual Statistical Bulletin***, OPEC, 2008.

الجدول رقم (٢/٣)
تطورات عائدات دول الأوبك من التصدير
خلال فترة الدراسة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨.

السنة / الدولة	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	معدل النمو من % ٢٠٠٨/٢٠٠٠
الجزائر	١٨,٥٠٨	١٩,١٣٢	١٨,٨٢٠	٢٤,١٠٥	٣٢,٣٢٤	٤٥,٦٣١	٥٣,٢٢١	٥٩,٤٨٠	٧٧,٢٩٣	٣١٧,١١
أنجولا	٧,٨٨٧	٦,٥٣٤	٨,٣٢٨	٩,٥٠٨	١٣,٤٧٥	٢٤,١٠٥	٣١,٨٦٢	٤٤,٨٢٨	٦٧,٢٤٢	٧٥٢,٥٦
الإكوادور	٤,٩٢٧	٤,٦٧٨	٥,٠٣٦	٧,٢٢٣	٧,٧٥٣	١٠,١٠٠	١٢,٧٢٨	١٣,٨٥٢	١٨,٤٤٠	٢٧٥,٢٧
اندونيسيا	٦٥,٤٠٧	٥٧,٣٦٥	٥٩,١٦٥	٦٤,١٠٩	٧١,٧٨٥	٨٦,١٧٩	١٠٣,٤٨٦	١١٨,٧٢٨	١٤٧,٦٤٠	١٢٥,٧٢
إيران	٢٨,٣٤٥	٢٣,٤٠٩	٢٨,١٨٦	٣٣,٩٩١	٤٤,٤٠٣	٦٠,٠١٢	٧٧,٠١٢	٨٣,٠٠٠	١٠٨,٤٧٢	٢٨٢,٦٨
العراق	٢٠,٣٨٠	١٦,٥١٠	١٣,٢٥٠	٧,٩٩٠	١٨,٤٩٠	٢٣,٦٩٧	٣٠,٥٢٩	٣٨,١٥٠	٥٨,٨٠٦	١٨٨,٥٤
الكويت	١٩,٤٣٦	١٦,٢١٢	١٥,٣٥١	٢٠,٦٧٥	٢٨,٥٩٩	٤٤,٨٦٨	٥٥,٧١٠	٦٢,٢٠٠	٨٧,٥٠٠	٣٥٠,١٩
ليبيا	١٢,٧١٦	١١,٣٣٧	٩,٨٨٢	١٤,٦٤٧	٢٠,٤١٠	٣٠,٩٤٨	٣٩,٢٠٠	٤٥,٠٠٠	٦٠,٢٥٧	٣٧٣,٨٦
نيجيريا	٢٦,٩٥٣	١٧,٩٣٠	١٨,٥٧٣	٢٤,٠٤٧	٣٨,٤٢٠	٥٠,١٠٥	٥٨,٧٢٦	٦٠,٥٠٠	٧٦,٨٢٩	١٨٥,٠٤
قطر	١١,٤٠٩	١٠,٦٩١	١٠,٧٥٦	١٣,١٧٥	١٨,٤٢٦	٢٥,٣٣٩	٣٤,٠٥١	٤٢,٠٢٠	٥٥,٩٥٧	٣٩٠,٤٦
السعودية	٧٧,٤٨١	٦٧,٩٧٣	٧٢,٤٦٤	٩٣,٢٤٤	١٢٥,٩٩٨	١٨٠,٥٧٢	٢١١,٣٠٦	٢٣٤,١٤٥	٣٠٤,٣٦٢	٢٩٢,٨٢
الإمارات	٤٩,٨٣٥	٤٨,٤١٤	٥١,٧٧٥	٦٦,٧٥٦	٩٠,٩٥٠	١١٧,٢٨٧	١٤٥,٥٨٦	١٨٠,٨٩٧	٢١٠,٠٠٠	٣٢١,٣٩
فنزويلا	٣٣,٥٢٩	٢٦,٦٦٧	٢٦,٧٨١	٢٧,٧٥٦	٣٩,٦٦٨	٥٥,٧١٦	٦٥,٢١٠	٦٩,١٦٥	٨٣,١٦٦	١٤٨,٠٤
الأوبك	٣٢٧,٣٤٨	٣٢٧,٦٦٧	٣٣٨,٣٦٧	٤٠٥,٧٠٠	٥٥٠,٧٠١	٧٥٤,٥٥٩	٩١٨,٦٢٧	١,٠٥١,٩٦٥	١,٣٥٦,٠١٤	٣١٤,٢٤

جدول رقم (٣/٣)
تطورات العائدات البترودولارية
من الصادرات البترولية لدول الأوبك
من خلال فترة الدراسة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨

(مليون دولار أمريكي)

السنة / الدولة	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	معدل النمو من % ٢٠٠٨/٢٠٠٠
الجزائر	١٤,٢٠٤	١١,٧٣٦	١٢,٣٧٠	١٦,٤٧٦	٢٣,٠٥٠	٣٢,٨٨٢	٣٨,٣٤٢	٣٧,٨١٧	٤٧,٠١٨	٢٣١,٠١
أنجولا	٧,٠٥٩	٥,٧٧٤	٧,٥٣٨	٨,٧١١	١٢,٥٧٩	٢٢,٧٠٠	٢٨,٨٠٠	٤٢,١٠٠	٦٤,٠٠٠	٨٠٦,٦٤
الإكوادور	٢,٤٠٠	١,٨٧٠	٢,٠٨١	٢,٦٢٦	٤,٢٥٣	٥,٨٩١	٧,٥٦٥	٨,٢٥٢	١١,٧٥٠	٣٨٩,٥٨
اندونيسيا	٧,٧٤٢	٦,٩٠٤	٦,٥٣٦	٧,١٧٥	٧,٦٢٠	١٥,١٨٦	١٥,٣٣٠	١٥,٧٠٠	٢٠,١٠٠	١٥٩,٦٢
إيران	٢٥,٤٤٣	٢١,٤٢٠	١٩,٢١٩	٢٦,١٢٤	٣٤,٢٨٩	٥٣,٢١٩	٥٩,١٣١	٦٤,٩٠١	٨٨,٩١٨	٢٤٩,٤٧
العراق	١٩,٧٧١	١٥,٦٨٥	١٢,٥٩٣	٧,٥١٩	١٧,٧٥١	٢٢,٩٥٠	٢٩,٥٠٠	٣٧,٣٠٠	٥٨,٩١٨	١٩٨,٠٠
الكويت	١٨,١٨٥	١٤,٩٦٩	١٤,٠٦٠	١٩,٠٠٥	٢٦,٦٧٥	٤٢,٤٤١	٥٣,١٧٨	٦٠,٠١٩	٨٤,٤٣٨	٣٦٤,٣٢
ليبيا	١٢,٢٣٠	١٠,٨٧٥	٩,٤٧٢	١٣,٥٦٧	١٨,٣٠٠	٢٨,٣٠٠	٣٥,٧٠٠	٤٠,٤٠٠	٥٥,٢٠٠	٣٥١,٣٤
نيجيريا	٢٦,٣٠٠	١٧,٥٠٠	١٧,٤٠٨	٢٣,٩١٦	٣٦,٢٤٥	٤٩,٧٢٢	٥٤,٦٠٧	٥٦,٩٥٠	٧٤,٧٠٠	١٨٤,٠٣
قطر	٧,٨٣٤	٦,٩٦٤	٦,٨٨٥	٨,٨١٤	١١,٦٩٤	١٧,٥٨٥	٢٣,٣٥٠	٢٩,١٣٠	٣٨,٩٥٠	٣٩٧,١٩
السعودية	٧٠,٨٦٦	٥٩,٧٨٨	٦٣,٨١٥	٨٢,٢٧١	١١٠,٨٩٦	١٦١,٧٨٤	١٨٨,٤٦٨	٢٠٦,٤٨٠	٢٨٣,٢١٥	٢٩٩,٦٤
الإمارات	٢٦,١٤٨	٢٣,٩٠٩	٢٢,٨٠٦	٢٩,١٨٣	٣٨,٨٠١	٥٥,٠٧٩	٧٠,١٠٠	٨٤,٣٩٠	١٠٢,٥٠٠	٢٩١,٩٩
فنزويلا	٢٧,٨٧٤	٢١,٧٤٥	٢١,٥٣٢	٢٢,٠٢٩	٣٢,٨٧١	٤٨,١٤٣	٥٨,٤٣٨	٦٢,٥٥٥	٧٧,٨٦٢	١٧٩,٣٣
الأوبك	٢٦٦,٠٥٦	٢١,١٣٨	٢١٦,٣١٥	٢٦٧,٤١٤	٣٧٥,٠٢٤	٥٥٥,٨٨٢	٦٦٢,٥١٠	٧٤٥,٨٩٣	١,٠٠٦,٥٨٠	٢٧٨,٣٣

Source: - OPEC, Annual statistic bulletin,2008.

جدول رقم (٣/٤)

تطورات الفوائض البترودولارية لدول الأوبك

خلال فترة الدراسة من عام ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨

(مليون دولار أمريكي)

السنة / الدولة	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨
الجزائر	٩,١٤٢	٧,٠٢٥	٤,٥٨٣	٧,٠٣٠	١٠,١٦٨	١٨,٠٧٢	١٨,٥٤٥	٣٢,٤٨٣	٣٧,٠٨٢
أنجولا	٧٩٦	١,٤٣١-	١٥٠-	٧٢٠-	٦٨٦	٥,١٣٨	١٠,٦٩٠	٩,٤٠٢	١٧,٦٧١
الإكوادور	٩٢١	٦٢٤-	١,٢٧١-	٤٢٢-	٥٤٢-	٣٤٨	١,٦١٨	١,٦٥٠	١,١٩٤
اندونيسيا	٧,٩٩٢	٦,٩٠١	٧,٨٢٢	٨,١٥٦	٢,٨٧٨	٢٧٨	١٠,٦٣٨	١٠,٣٦٥	٦٠٦
إيران	١٢,٤٨١	٥,٩٨٥	٣,٥٨٥	٨١٦	١,٤٤١	١٦,٦٣٧	٢٠,٤٠٢	٣٤,٠٧٩	١٧,٧٩٩
العراق	٨,١٦٩-	١٥,٤١٠	٧٨٢-	٩٣٥-	٢,٤٠٥-	١,٩١٨	٧,٠٩٦	١٦,٧٤٦	١٧,٣٥٥
الكويت	١٤,٦٧١	٨,٣٢٥	٤,٢٦٣	٩,٤٢٦	١٨,١٤٢	٣٤,٣٠٨	٥١,٥٧١	٤٧,٤٧١	٦٣,٩٣٩
ليبيا	٦,٢٧٠	٣,٣٢٢	٦٩٤	٣,٤٠٢	٤,٦١٦	١٤,٩٤٥	٢٢,١٧٠	٢٨,٤٥٤	٣٦,٥٧٩
نيجيريا	٧,٠١٥	٩٧٤	٩٧١-	٥,٤٦٥	١٥,٤٦١	٢٤,٢٠٢	٢١,٥٠٠	٢١,٩٧٢	١٢,٩٠٠
قطر	٤,٥٧٦	٤,١٥٧	٣,٨٢٤	٥,٧٥٤	٧,٥٥٢	٧,٤٨٢	٩,٤٥٩	١٠٤٤٦	٣٢,١٩٥
السعودية	١٤,٣١٧	٩,٣٥٣	١١,٨٧٣	٢٨,٠٤٨	٤٩,٢٩٥	٨٩,٩٩٠	٩٨,٩٣٤	٩٥,٠١٧	١٤١,٨٠٠
الإمارات	١٤,١٤٤	٩,٥٨٩	٣,٠١٤	٧,١٥٣	١٠,٥٧١	٢٤,٣٦٥	٣٦,٠٤٠	٣٧,٠٠٧	٤٣,١٠٠
فنزويلا	١١,٨٥٣	١,٩٨٣	٧,٥٩٩	١١,٧٩٦	١٥,٥١٩	٢٥,٤٤٧	٢٧,١٤٩	٢٠,٠٠١	٤٤,٣٢٥
الأوبك	٩٤,٠٠٩	٤٠,١٥٨	٤٤,٠٨٣	٨٤,٩٦٩	١٣٣,٣٨٣	٢٦٣,١٢٩	٣٣٦,٠٠٩	٣٦٥,٠٩٤	٤٦٦,٥٤٦

جدول (٣/ ٥)

تطور الواردات لدول الأوبك

خلال فترة الدراسة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨

(مليون دولار أمريكي)

السنة / الدولة	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	معدل النمو من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨ %
الجزائر	٩,٢٠١	٩,٩٤٠	١١,٤٢٢	١٧,٩١٦	١٨,٩٦٠	٢٠,٧١٨	٢١,٣٤٠	٢٥,٧١٥	٣٨,٠٦٠	٣١٣,٦٥
أنجولا	٣,٠٤٠	٣,٠٤٠	٣,٧٦٠	٥,٤٨٠	٥,٨٣٢	٨,٣٥٣	٨,٧٧٨	١٣,٦٦٢	١٧,٠٧٧	٤٦١,٧٤
الإكوادور	٣,٧٢١	٤,٩٨١	٦,٠٠٦	٦,٢٥٤	٧,٥٧٥	٩,٥٦٨	١١,٢٨٠	١٢,٥٩١	١٨,٦٩٢	٤٠٢,٣٢
اندونيسيا	٤٠,٣٦٥	٣٤,٦٦٨	٣٥,٦٥٢	٣٩,٥٤٦	٥٠,٥٥٤	٦٩,٤٠٨	٨٠,٣٣٣	٩٣,٠٨٨	١٢٩,٧٦٧	٢٢١,٤٨
إيران	١٥,٢٠٧	١٨,١٩٤	٢٢,٢٧٥	٢٦,٥٩٨	٣٥,٢٨٩	٤٠,٩٦٩	٥٠,٠٢٠	٥٦,٥٨٢	٦٧,٢٤٦	٣٤٢,٢٠
العراق	١٣,٢١٠	١٣,٨٣٢	٩,٨١٧	٩,٩٣٤	١٩,٩٥٤	١٨,٧٤٨	٢١,٤٨٠	٢٤,٨٠٩	٣٧,٢١٩	١٨١,٧٤
الكويت	٧,١٥٦	٧,٨٧٨	٩,٠٠٠	١٠,٩٨٥	١٢,٦٣٠	١٥,٨٠١	١٥,٩٥٣	٢٣,٥٩٢	٢٦,٠٦٠	٢٦٤,١١
ليبيا	٤,٠١٨	٤,٤٢٥	٥,٥١١	٦,١٤١	٨,٧٢٥	١١,١٨٨	١٢,٢١٣	١٩,٥١٥	٢٧,٩٠٧	٥٩٤,٥٤
نيجيريا	١٠,٥٥٣	١١,٤٨٢	١٣,٦٣١	١٧,١٩٣	١٩,٤٤٢	٢٥,٦٣٩	٣١,٢١٣	٣٨,٧٨٨	٤٤,٦٧٢	٣٢٣,٣١
قطر	٣,٢٤٨	٣,٧٥٣	٤,٠٤٦	٤,٨٩١	٥,٩٩٦	١٠,٠٦١	١٦,٤٤٠	٢٢,٠٠٥	٢٣,٤٨٢	٦٢٢,٩٦
السعودية	٣٠,١٧٩	٣١,١٨٢	٣٢,٢٩٠	٣٦,٩١٦	٤٧,٣٧٦	٥٩,٤٦٣	٦٩,٧٠٧	٩٠,١٥٧	١١٢,٦٧٢	٢٨٩,٩١
الإمارات	٣٥,٠٠٩	٤٢,٠٥٣	٤٧,٨٤٥	٥٧,٦٦٨	٧٨,٤٢٨	٩٣,٨٦٢	١١٢,٩٣٠	١٤٨,٤٨٩	١٧٥,٥٠٠	٤٠١,٢٩
فنزويلا	١٦,٨٦٥	١٤,٢١١	١٣,٣٦٠	١٠,٤٨٣	١٧,٠٢١	٢٤,٠٠٨	٢١,٤٩٨	٤٥,٤٦٣	٣٣,٧٧٣	١٠٠,٢٥
الأوبك	١٩١,٧٩٠	٢٠٤,٥٨٨	٢١٤,٦١٥	٢٤٥,٠٠٦	٣٢٧,٨٩٢	٤٠٧,٧٨٦	٤٨٥,٠٨٤	٦١٤,٤٥٧	٧٥٧,١٢٨	٢٩٤,٧٦

Source: – OPEC, Annual statistic bulletin,2008.

جدول (٣/ ٦)
تصنيف منظمة التعاون الاقتصادي OECD
لأكبر صناديق المصادر السيادية لعام ٢٠٠٦

(مليار دولار أمريكي)

الدولة	مصدر الثروة*	سنة تأسيس الـ SWFs	إجمالي الأصول المدارة من قبل الصندوق
الإمارات العربية المتحدة	البترول	١٩٧٦	٦٨٨
النرويج	البترول	١٩٩٠	٣١٦
سنغافورة	غير البترول	١٩٨١	٢١٥
الكويت	البترول	١٩٧٦	١٧٤
روسيا	البترول	٢٠٠٤	١٢٢
سنغافورة	غير البترول	١٩٧٤	١٠٨
الصين	البترول	٢٠٠٣	٦٦
قطر	البترول	٢٠٠٥	٥٠
الجزائر	البترول	٢٠٠٠	٤٣
الولايات المتحدة الأمريكية	غير البترول	١٩٧٦	٤٠
الكويت	البترول	١٩٦١	٣٩

Source:- OECD.(March 2007), Investment newsletter, Issue 4.

www. Sovergineinstitute.com

*يراجع في مصادر الثروة

جدول رقم (٧/٣)

الاستثمارات الأجنبية المالية غير المباشرة (الودائع المصرفية) لمجموعة من دول الأوبك خلال الطفرة النفطية الثالثة

(مليار دولار)

الدولة	الحساب الجاري	إجمالي التدفقات الأجنبية	أجمالي تدفقات الودائع البنكية	نسبة الودائع البنكية من إجمالي الاستثمارات الأجنبية
السعودية	٢٨٧	٢٨٢	٤٠	%١٤
الكويت	١١٤	٩٩	١٦	%١٦
فنزويلا	٩٠	٥٠	١٤	%٢٨
الإمارات	٨٩	١٨٦	٣٤	%١٨
الجزائر	٨٢	٦٠	٤	%٧
ليبيا	٥٩	٤٤	٤٩	%١١١
قطر	٥٣	٥٦	٦	%١١
إيران	٤٨	٤٧	١١	%٢٣

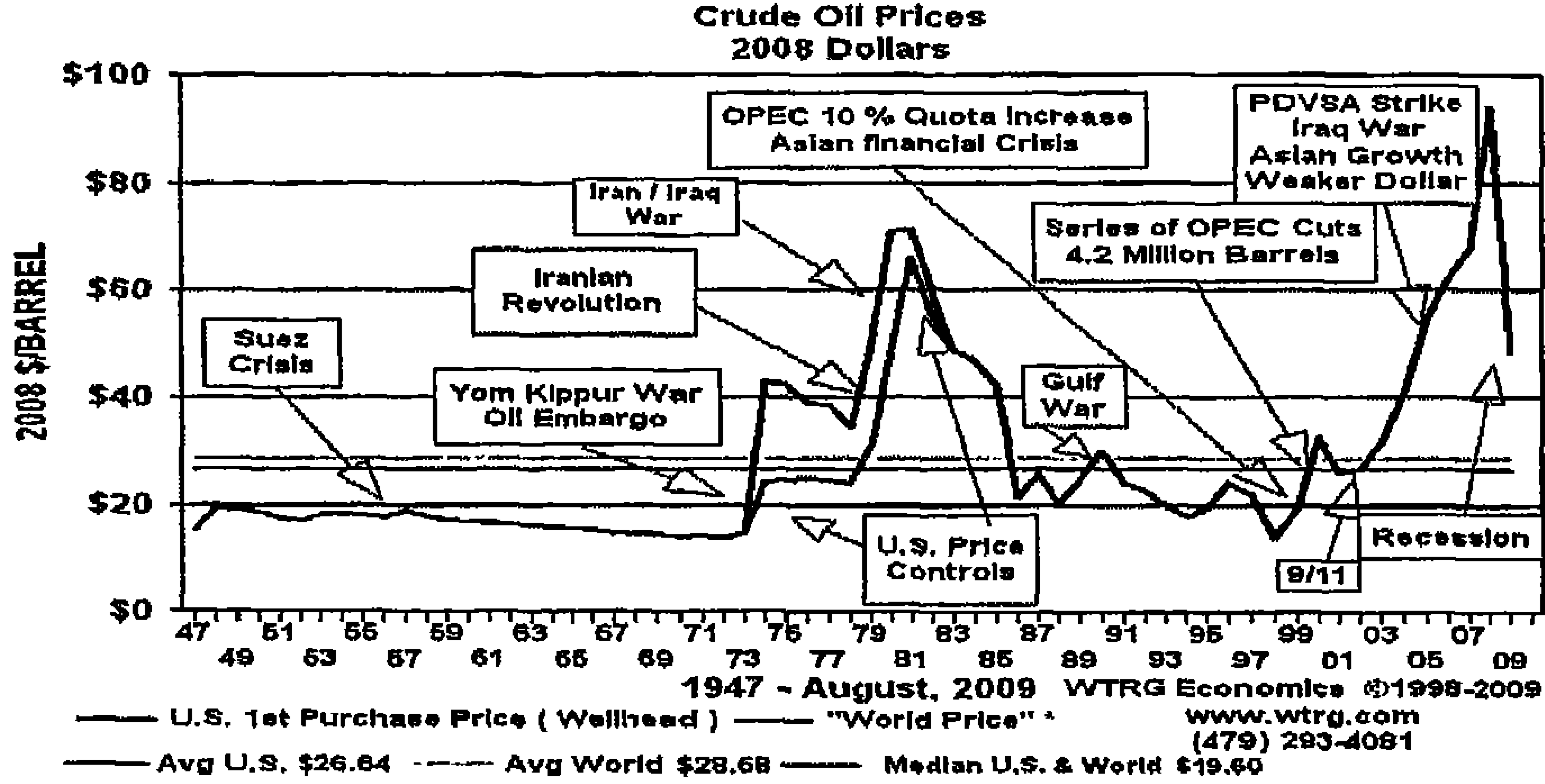
Source: Wigand. J (2008), "Bank Recycling of Petrodollars to Emerging Market Economies during the Current Oil Price Boom", IMF working paper No 180/05.

** ** **

ملحق الأشكال البيانية

شكل رقم (١/١)

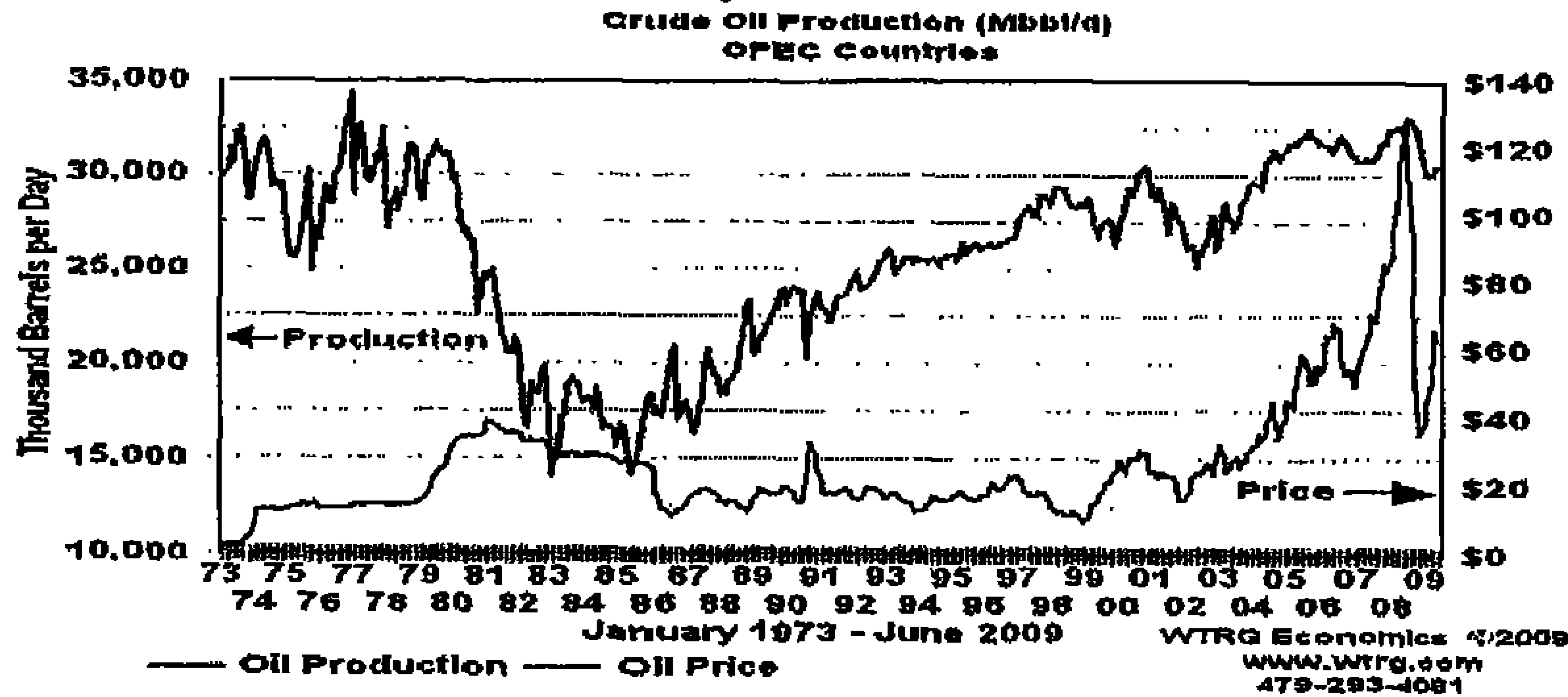
أهم التطورات والأحداث العالمية في الأسعار العالمية للبترول في أسواق البترول خلال القرن العشرين وصولاً إلى الطفرة النفطية الثالثة



http://www.wtrg.com/prices.htm Source:-

شكل رقم (٢/١)

تطور العرض العالمي لدول الأوبك والتغيرات السعرية للبترول خلال الفترة ما بين بداية الطفرة النفطية الأولى والطفرة النفطية الثالثة.

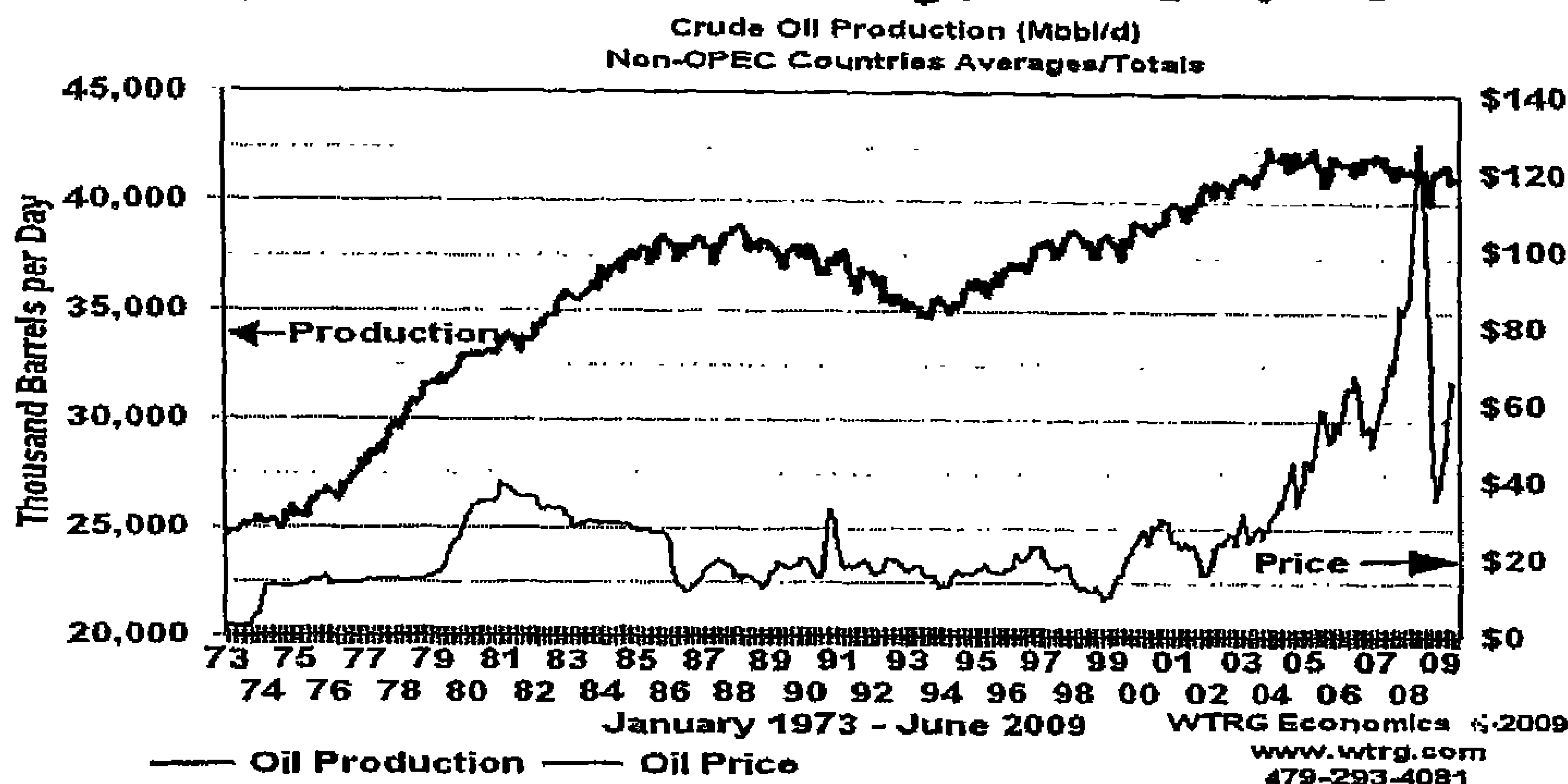


http://www.wtrg.com/oil_graphs/PAPRPOP.gif Source; -

شكل رقم (١/٣)

يوضح تطورات العرض العالمي للبترول

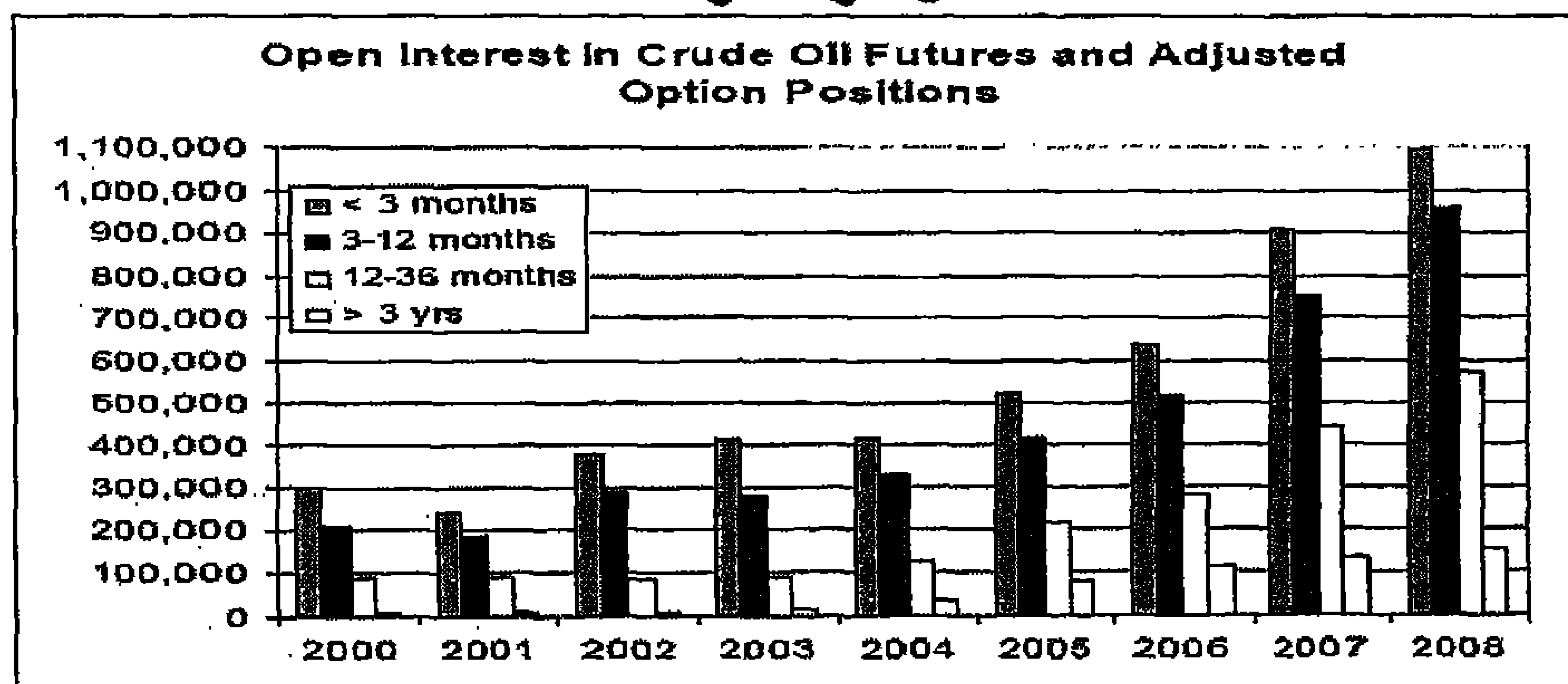
خلال الفترة من ١٩٧٣ إلى ٢٠٠٩، للدول الغير الأعضاء في أوبك.



http://www.wtrg.com/prices.htm Source:-

شكل رقم (١/٤)

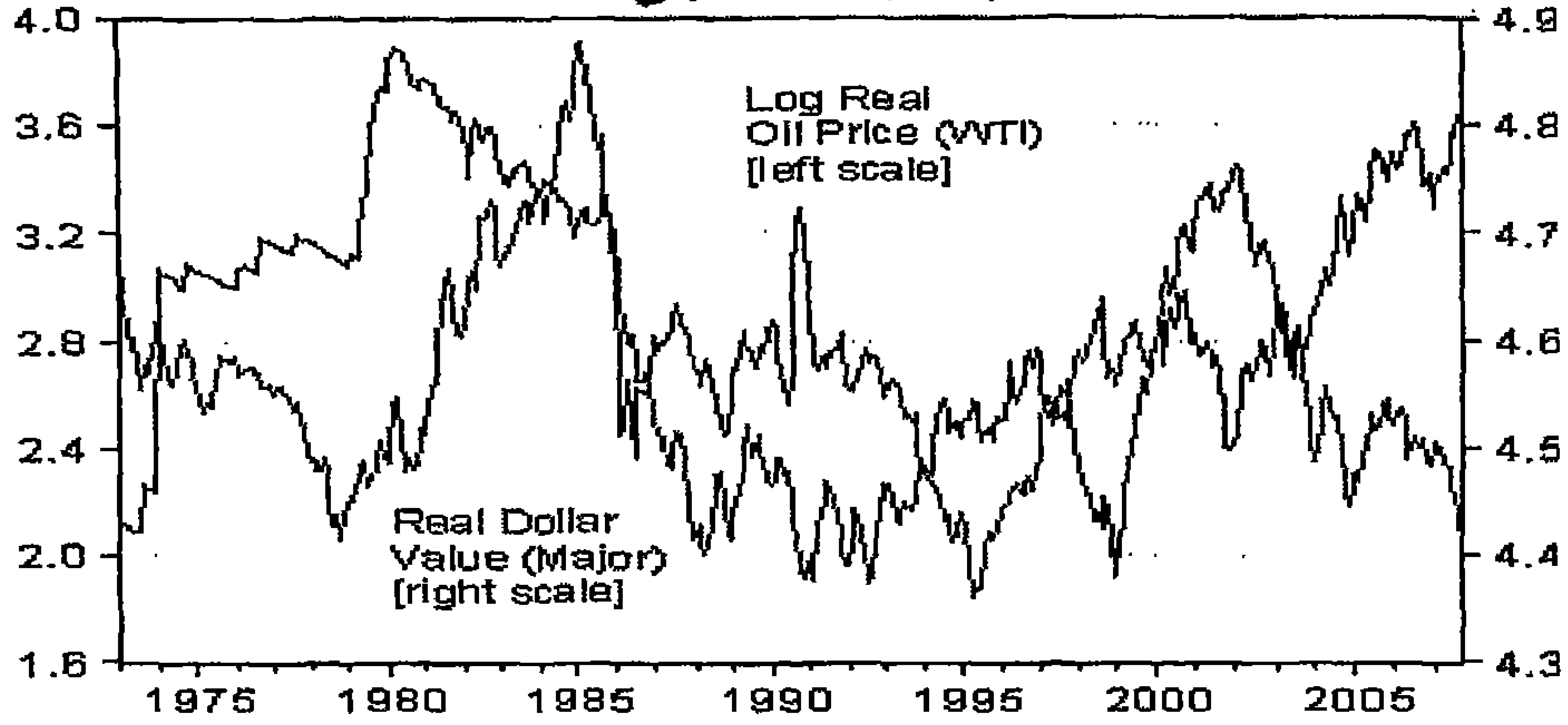
تطور حجم المعاملات داخل أسواق المستقبليات على الآجال المختلفة للعقود خلال فترة الدراسة.



Source: – Robe. M. and others (2008), "Fundamentals, Trader activity and derivative pricing", CFTC.

شكل رقم (١/٥)

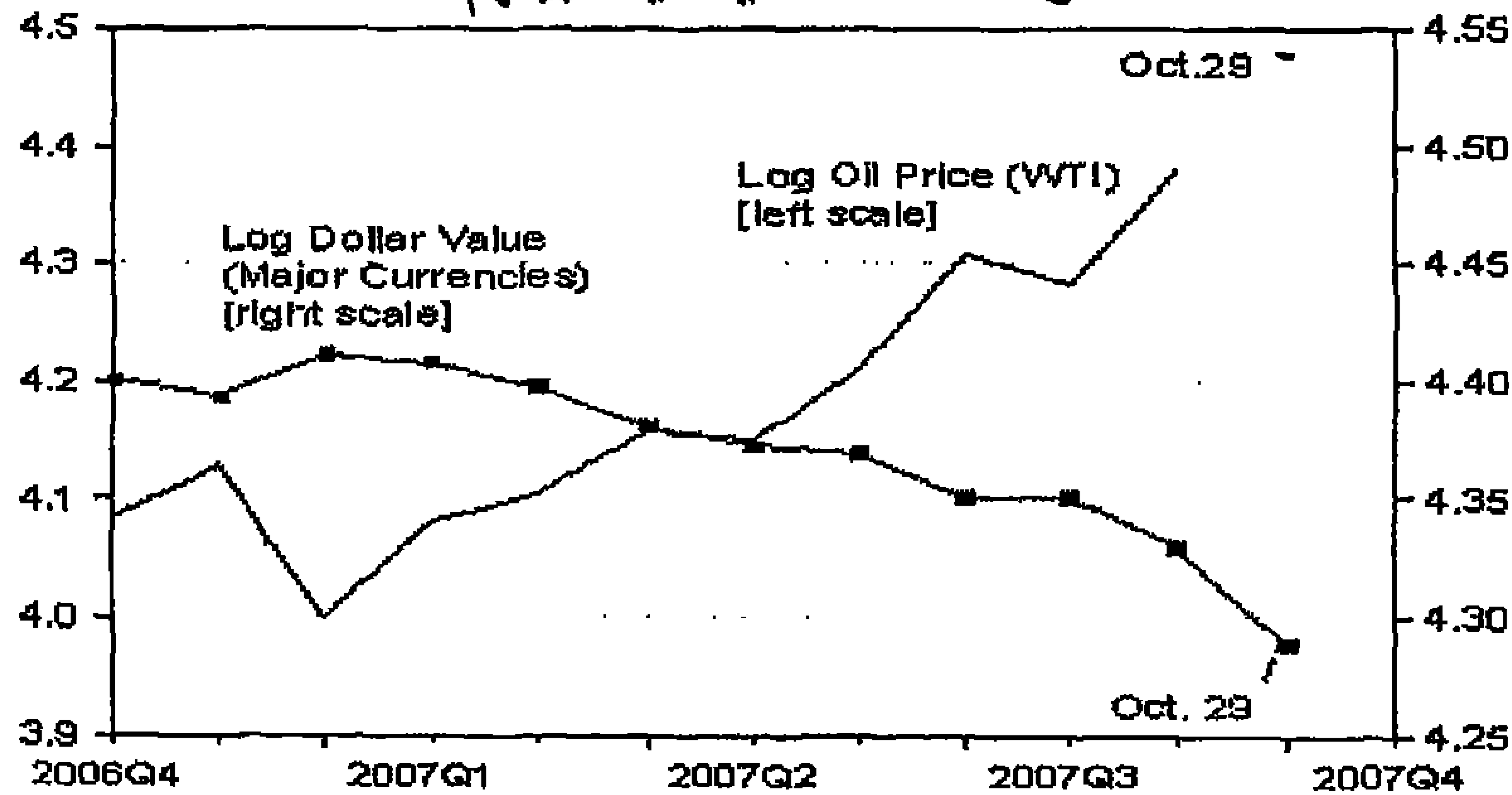
تطور القيمة الحقيقية للدولار الأمريكي والتغيرات النسبية لأسعار البترول خلال الفترة من ١٩٧٥ إلى ٢٠٠٥.



Source: Hawks. S (2007), " Does dollar weakness CAUSE high oil prices", Econbrowser,p2.

شكل رقم (١/٦)

تطور معدلات صرف الدولار أمام العملات الرئيسة والتطور في أسعار البترول والعلاقة العكسية فيما بينهم.



Source: Hawks. S (2007), " Does dollar weakness CAUSE high oil prices", Econbrowser,p2.

قائمة المراجع

المراجع العربية.

- البنك الأهلي المصري (٢٠٠٧)، النشرة الاقتصادية، المجلد الستون، العدد الرابع.
- النشرة الاقتصادية للبنك الأهلي المصري (٢٠٠٧)، المجلد الستون، العدد الثاني.
- النشرة السنوية للبنك المركزي المصري، أعداد متفرقة.
- حسين عبد الله (٢٠٠٣)، "البترول العربي"، دار النهضة العربية، القاهرة.
- جمال عطية (٢٠٠٢)، " **تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي: دراسة تطبيقية على الاقتصاد المصري**"، رسالة دكتوراه، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان.
- رفعت المحجوب (١٩٦٣)، "**الطلب الفعلي: مع دراسة خاصة للبلاد الآخذة في النمو**"،دار النهضة العربية، القاهرة.
- جون هدسون و مارك هرندر (١٩٨٩)، " **العلاقات الاقتصادية الدولية**"، دار المريخ للنشرة، المملكة العربية السعودية، جده.
- سامي خليل (٢٠٠٣)، "**نظرية الاقتصاد الكلي**"، دار النهضة العربية، القاهرة.
- سامي خليل (٢٠٠٧)، "**الاقتصاد الدولي**"، الكتاب الثاني، دار النهضة العربية، القاهرة.
- سلطان ناصر (يوليو ٢٠٠٧)، "**دول الخليج ستعيد النظر في الربط مع الدولار ويمكنها تحولها إلى عمله أخرى أو سلة عملات**"، جريدة الرياض الاقتصادية، الرياض، ا المملكة العربية السعودية.
- سامي عفيفي حاتم (٢٠٠٥)، " **مبادئ اقتصاديات التجارة الدولية**"، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة.

- سامي عفيفي حاتم (٢٠٠٦)،"**الاقتصاد النقدي الدولي**"، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة.
- سيد الخولي (١٩٩٢)، " **اقتصاد النفط**"، دار الحافظ للنشر والتوزيع،المملكة العربية السعودية، جده.
- شهرزاد طه (١٩٨٧)، "**اتجاهات أسعار البترول العربي خلال الفترة من ١٩٤٩-١٩٨٣**"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم والسياسية،القاهرة.
- عبد المنعم السيد علي (١٩٨٩)، " **دراسات في اقتصاديات النفط العربي** "، معهد البحوث والدراسات العربية.
- علي منصور (١٩٩٠)، "**محاضرات في اقتصاديات البترول** "، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية.
- مجلة الجريدة الكويتية (٢٠٠٩)، القسم الاقتصادي، النفط والطاقة، العدد ٦١٨.
- نجلاء الأهواني (١٩٧٩)، " **النفط العربي ونمط استخدام عائداته في الدول العربية**"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، القاهرة.

المراجع الأجنبية

- Afshar. T. and Arabian. G (2008), "**Oil Price Shocks and the U.S Stock Market**", IABR & TLC Conference Proceedings, San Juan, Puerto Rico, USA.
- Agren. M (2006), "**Does Oil Price Uncertainty Transmit To Stock Markets?**" Uppsala University, Sweden.
- Aguiar. L. And Wen. Y (June 2005), "**Understand The Large Negative Impact Of The Oil Shocks**", Federal Reserve Bank Of St.Louis, Working Paper Series.

- Aitken. B. and Harrison. A (June 1999), "**Do Domestic Firms Benefits from Direct Foreign Investment? Evidence from Venezuela**", the American Economic Review.
- Albrecht. D (2008), " **Beyond The Barrel: Investing The New Petrodollar Wealth**",
  Available
  Www.Davidralbrecht.Com/Media/Econ420-Dra-Capitalflows.Pdf
- Alexander. L (March 2007), "**Petrodollars and Emerging Markets**", Economic Market Analysis, Citigroup Working Paper.
- Allen. M (2005),"**Oil Market Development and Issue**", IMF Working Paper.
- Allsopp. C (August 2006), "**Why Is the Macroeconomic Impact of Oil Different This Time?**" OXFORD ENERGY FORUM.
- Anorui. E. and Mustafa. M (2007), "**An Empirical Investigation Into The Relation Of Oil To Stock Market Prices**", North American Journal Of Finance And Banking, Research Vol 1 No 1.
- Apergis. N., Katrakilidies. C. and Tambakis. N (2007), "**Foreign Direct Investment Inward and Foreign Direct Investment Outward From Panel Data**", University Of Piraeus, Piraeus, Greece. Available At Www.Ssrn.Com

- Arezki. R. and Hasanov. F (April 2009), "**Global Imbalances And Petrodollars**", IMF, Working Paper No 89/09,
- Ashby. T, Planter. L. C and Weeks. J (2006), "**Petrodollar and Global Imbalance** ", Office of International Affairs. USA.
- Ayanwale. A. B (2003), "**FDI and Economic Growth: Evidence from Nigeria**", African Economics Research Consortium, Nairobi.
- Basher. S., Sadorsky. P (2004), "**Oil Price Risk And Emerging Stock Markets**", Global Finance Journal, Elsevier, Vol. 17(2).
- Batram. S. M. and Dufey. G (2001), "**International Portfolio Investment: Theory, Evidence, and Institutional Formwork**", SSRN, 2001.
- Bausook. S (2005), "**A Test of the Internal Capital Market Hypotheses: The Case of South Korea**", Naresuan University Journal, Thailand.
- Beck. R and Kamps. A (February 2009), "**Petrodollars And Imports Of Countries**", European Central Bank, WORKING PAPER SERIES NO 1012.
- Biggs. P (2007), "**Tax Incentive Attract FDI**", Meeting of Experts on FDI, Technology and Competitiveness, UNCTAD, Geneva.
- Bjørnland. H. C (2009), "**Oil Price Shocks And Stock Market Booms In An Oil Exporting Country**", Scottish Journal Of Political Economy, Vol. 56, Issue 2.

- Blomstrom M. And Kokko. A (1997), "**Regional Integration And Foreign Direct Investment**", Working Paper Series No 172, Stockholm School Of Economic, Sweden, Available At NBER
- Borschette. A (November 2005), "**Tax Treatment Of Financial Assets**", Common Conciliated Corporate Tax Base Working Group, EUROPEAN COMMISION.
- Brown. S (2008), "**Crude Awakening: Behind the Surge in Oil Prices**", Federal Reserves Bank of Dallas, Economic Letter Vol 3, No.5.
- Carson. C. S (2003), " **Foreign Direct Investment Trend and Statistical**", IMF Working Paper.
- Chacholiades. M (1990), "**International Economic**", McGraw-HILL International Edition.
- Chacholiadies. M (1978),"**International Trade Theory and Policy**", McGraw Hill Economic Series, Singapore.
- Chacholiadies. M (1990),"**International Economic**", McGraw-HILL International Edition.
- Ciner. C (2006), "**Hedging or Speculation in Derivative Market: The Case of Energy Future Contract**", Routledge.
- Cline. W. R (2007), "**Impact Of the Dollar and Higher Oil Prices on the Us Current Account Balance**", Institute Of International Economic.
- Cologni. A. and Manera. M (September 2005)," **Oil Prices, Inflation, and Interest Rates in A Structural**

Cointegrated VAR Model For the G-7 Countries", IEM – International Energy Markets, Italia.

- Compas. N.F. and Kinoshita.Y (2008), "**Foreign Direct Investment and Structural Reforms: Evidence from Eastern Europe and Latin America**", IMF Working Paper. Wp/08/26.
- Compass. N. and Kinoshito.Y (2002), **"Foreign Direct Investment as Technology Transfer: Some Panel Evidence from Transition Economics"**, William Davidson Institution, Working Paper No 438.
- Cong.R, Wei.Y, Jiao.J. And Fan.Y (2008), **"Relationship between Oil Price Shocks and Stock Markets: Empirical Analysis for China"**, Energy Economics 36.
- Cooper. J (March 2003), **"Price Elasticity If Demand For Crude Oil Estimate For 23 Countries"**, Organization For Exporting Countries.
- Corporate Executive Board (March 2008),**"SOVEREIGN WEALTH FUNDS"**, Investor Relations Roundtable Executive Board.
- Crawford. P. and Frederick. E (2005), **"Energy Prices And The Global Economic Recovery"**, Journal Of Business & Economics Research, Volume 3, Number 1.
- Denny. C. and Elliott. L (September 2003),**"IMF Warns Trade Gap Could Bring Down Dollar"**, The Guardian, United Kingdom.

- Dickman. A. and Holloway. J (October 2004), **"Oil Market Development And Macroeconomic Implication"**, Reserver Bank Of Australia.
- Dondeti. R. and Mohanty. B (2007), **"Impact Of Foreign Direct Investment on the Gross Domestic Product, Export, and Import of Four Asian Countries"**, Delhi Business Review& Vol. 8 No. 1.
- Donoso. D. C (2009), **"Oil Price Shocks and Stock Market"**, Insead. Available http://www.inesad.edu.bo/bcde2009/B3%20Daniel%20Canedo.pdf
- Doukas. J. and Lang. L (2003), **"Foreign Direct Investment, Diversification and Business Performance"**, Journal of International Business Studies.
- Driesprong. G., Jacobsen. B. and Maat. B (2004), **"Stock Market And Oil Prices"**, Rotterdam School Of Management, Erasmus University Rotterdam, Netherland.
- Duce. M (2003), **"Definitions of Foreign Direct Investment (FDI): A Methodological Note"**, Banco De Espania.
- Dunning. J. H (2001), **" The Electric (OLI) Paradigm of International Production: Past, Present and Future"**, Int.F of the Economic Of Business, Vol 8, No1.

- Eduardo. O (2006), **"Importance Of FDI In The Developing Of Emerging Countries Application To Colombia And Philippines"**, Centro De Studios.
- El-Khoury. M. and Switzer.L. N (2007), **"Extreme Volatility, Speculative Efficiency, and the Hedging Effective of Oil Future Market"**, the Journal of Future Market, Vol. 27, No1, 61-84.
- Evants. K (5-6 December 2005), **"Foreign Portfolio and Direct Investment: Complementarity, Differences and Integrations"**, Global Forum of International Investments, OECD, Shanghai.
- Everett. M (2006), **"Foreign Direct Investment: An Analysis of Its Significance"**, European System Central Bank (ESCB), Statistic Department, Quarterly Bulletin 4.
- Fan. E (2002), **"Implication of US Dollar Depreciation for Asian Developing Countries"**, Asian Developing Bank.
- Fenton. D (2004),**"the economic Impact of high oil prices"**, the Royal bank of Scotland group, UK.

  Available at: - www.rbs.co.uk/economics
- Fowder. S (2008), **"International Portfolio Diversification: Assessing The Benefits Of Investing In Africa"**, TLC Conference Proceedings, Germany.
- G. Driesprong, B. Jacobsen and B. Maat (2007), **"Striking Oil: Another Puzzle?"** SSRN. Available At: Http://Ssrn.Com/Abstract=460500

- Gattaci. V (2005), **" From the Of the Firm to FDI and Internationalization: A Survey"**, University Bocconi Working Paper, Isesao.
- Girma. S. and Gorg. R (2005), **" Foreign Direct Investment, Spillovers and Absorptive Capacity: Evidence from Quintile Regressions"**, Deutsch Bundesbank, Discussion Paper Series 1: Economic Studies No 13.
- Gogineni. S (2009), **"Oil and Stock Market: An Industry Level Analysis"**, University Of Oklahoma, Norman, USA
- Guo. H. and Kliesen. K. L (November/December 2005), **"Oil Price Volatility and U.S. Macroeconomic Activity"**, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, No 87(6).
- Hamilton. J. D (2008)," **Understanding Crude Oil Prices"**, University Of California Working Paper, San Diego.
- Hang. N (2004), **"Product Life Cycle Mechanism with Foreign Direct Investment and the Technology Transfer"**, University Of Tokyo, Japan.
- Hawkes. S (2007), **"Does The Dollar Weakness CAUSE High Oil Prices"**, Econbrowser.
- Hendery. S. and King. M (2004), **"The Efficiency of Canadian Capital Market: Some Bank of Canada Research"**, Canadian Bankers Association.

- Higgins, M, Klitgaard, T, and Lerman. R (December 2006)), **"Recycling Petrodollars"**, FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK, Volume 12, Number 9.
- Higgins. G (2009), **"A Review of Privatization Definition, Option, Capabilities"**, the Business, Labor and Agriculture Interim Committee, Florida House.
- Hoenen. A. K. and Hansen. M (2009), **"Oligopolistic Competition And Foreign Direct Investment"**, Copenhagen Business School, CBDS Working Paper No 10, Denmark.
- Holditch. S. A and Chianelli. R (2008), **"Factors That Will influence Oil and Gas Supply And Demand in the 21st Century"**, MRS Bulletin, Vol NO 33, USA.
- Hymer. S. H (1976), " The International Operation of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment", the MIT Press, England.
- IMF (2005), **"Effect High Oil Prices On The World Economy"**, IMF Inflation Report.
- Ingham. B (2004), **" International Economics: A European Focus"**, Prentice Hall Financial Time, England.
- Jimmy. J (2006), **" FDI Statistics: A Critical Review and Policy Implication"**, World Association of Investment Promotion Agency, (WAIPA), Geneva.

- Jiranyakul. K (2006), **"The Impact of International Oil Prices On Industrial Production: The Case of Thailand"**, NIDA Economic Review, Volume No 2.
- Jones. C. M. and Kaul. G (June 1996),**" Oil and Stock Markets"**, the Journal of Finance; Elsevier Volume 51 (2).
- Jones. · D. W and Lieby. P.W (2005), **" The Macroeconomic Impact of Price Shocks: A Review of Literature and Issues"**, OAK Ridge National Laboratory.
- K. Miyazawa (2009), **"Estimating Of the Elasticity of Substitution between Oil and Capital"**, Economic Bulletin, Vlo. 29 No. 2.
- Kalotay. K. and Hunya. G (2000), "**Privatization and FDI in Central and Eastern Europe"**, Transnational Corporation, Vol. 9 No. 1.
- Kapsein. E (2001), "**Human Capital Formation, Economic Development and the Multinational Enterprises"**, OED Development Center, Paris.
- Katerina. L. and Others (2004), **"Foreign Direct Investments and Economic Growth in Transition Economics",** South Eastern European Journal of Economics.
- Kerr. I. and Ppeter. V (2001), **"The Determinants of Foreign Direct Investments in China"**, 30th Annual Conference of Economic, University Of Western Australia.

- Kien. P (2008), **"The Impact of Foreign Direct Investment on the Labor Productivity in Host Countries: The Case of Vietnam"**, VDF Working Paper Series, Vietnam Development Forum.
- Kilian. L. and Park. C (2007), **"The Impact Of Oil Prices Shocks And USA Stock Market"** University Of Michigan, USA
- Kirchene. N (2005), **"A Stimulation Equation Model for World Crude Oil And Natural Gas Market"**, IMF Working Paper.
- Knill. A (2004), **"Can Foreign Portfolio Investment Bridge the Smaller Firm Financing Gap around the World"**, the MAF Convention in Denver, USA.
- Koomery. J. and Krouse. F (1997), **"Introduction to Environmental Externality Cost"**, Handbook of Energy Efficiency, CRC Press, USA.
  Available At : Http://Siterresources.Worldbank.Org
- Korpela. S. A (2006), **"Oil Depletion In The World' , General Articles"**, Current Science, Vol. 91, No. 9.
- Koyam. K (2006), **" Prospect For The Oil International Oil Market And Crude Oil Price In 2007"**, Institute Of Energy Economic , 396th Forum Om Research Works, Japan.
- Koyama. K (2007), **"Prospect For The International Oil Market And Crude Oil Price In 2007"**, Institute Of Energy Economic.

- Krichene. N (2007), "<u>An Oil and Gas Model</u>", IMF Working Paper, /07/135.
- Krigman. R (2003), **<u>"International Economics: Theory and Policy"</u>**, the Addison-Wesley in Economics, New York.
- Kudina. A. and Jakubiak. M (March 2008), **<u>"The Motive and Impediment to FDI in the CIS"</u>**, Global Forum on International Investment, OECD.
- Laswad. F. and Oyelere. P (1999), "**<u>An Analysis of Financial Performance of Malaysian Based Multinational Enterprises"</u>**, Lincoln University, Conterbury.
- Lim. E. G (2001), **<u>"Determinants Of, And the Relation between Foreign Direct Investments and Growth: A Summary of the Recent Literature"</u>**, IMF, Working Paper No. 175.
- Lindert. P. H (1986), **<u>" International Economic "</u>**, IRWIN, Homewood, United State Of America.
- Livia. I (2009), **<u>"Economic Consideration Regarding the First Oil Shock 1973-1974"</u>**, University Of Sibiu, Pp 1-5.
- Lonescal. A (2006), **<u>"Evaluation of FDI in the Integration Context"</u>**, UNCTAD, World Investment Report.
- Lubin D (November 2006), **<u>"Petrodollar, Emerging Market And Vulnerability"</u>**, Economics And Market Analysis, Citigroup.

- Madura. J (2007), **"International Corporate Finance"**, Thomson South- Western, United Kingdom.
- Magee. S (1977), **"information and multinational corporation: An Approplability theory of direct investment"**, Warren & lament, New York.
- Majidi. M (2006), "**Impact Of Oil Price on International Economy**", Master Course, KTH University.
- Makaew. T (2008), **"Do Small Firms Benefits More From Foreign Portfolio Investment? Evidence from a Natural Experiment"**, Robert School of Business, University Of Maryland, SSRN WP.
- Malkiel. B. G (April 2003), **"The Efficient Market Hypotheses And It Is Critics"**, CEPS Working Paper NO. 91.
- Marttens. A (2008), **"Trade Liberalization And Foreign Direct Investment In Emerging Countries: An Empirical Study"**, University Of Montreal, Canada.
- McKinney Global Institute (July 2009), **"The New Power Porkers: How Oil, Asia, Hedge Funds And Private Equity Are Fairing In The Financial Crises"**, Mckinesy & Company.
- Medlock. K. B. and Laffe. A. M (2009), **"Who Is In The Oil Future Market And Who Has It Changes?"** Institution for Public Policy.

- Melham. S. and Terraza. M (2007), **"The Oil Single Price and Dollar"**, West Virginia University Working Paper.
- Melicher. R. W. and Norton. E. A (2008), **"Introduction to Finance: Market, Investment and Financial Management"**, John Wiley & Sons, Inc.
- Melicher. R.W. and Norton. E. A (20008), "**Introduction To Finance"**, John Wiley& Sons, Inc.
- Middle East Institute (2009),"**The 1979 Oil Shock: Legacy, Lessons, And Lasting Reverberations**", The Middle East Institute, Washington DC, USA. Available At Www.Mei.Edu
- Miller. J. I. and Ratti. R. A (July 2008), "**Crude Oil and Stock Market: Stability, Instability and Bubbles"**, University Of Missouri, Columbia.
- Misbkin. F. S (1997), **"The Economics of Money, Banking and Financial Market"**, Addison – Wesley, Fifth Edition.
- Montanjees. M (2004), **"Indirect Investment: Defining the Scope of the Direct Investment Relationship"**. IMF Working Paper.
- Morgan. E. and Katiskeas. C (1997), **"Theories of International Trade, Foreign Direct Investment and the Firm Internationalization: A Critique**", Mbc University Press ISSN.
- Nachum. L. and Wymlas C (2002), **"Firm Specific Attribute and MNE LOCATION Choices: Financial**

and Professional Service FDI to New York and London", ESRC Center For Business Research University of Cambridge, Working Paper No 223, United Kingdom.

- Nandah. M. and Hamoudeh. S (2005), **"Systematic Risk, Oil Prices And Exchange Rate Sensitive In Asia Pacific Stock Market"**, Research In International Business And Finance. Available at Www.Library.Drexel.Edu
- Nawrocki. D (1997), **"Capital Market Theory: IS It Relevant To Practitioners?"** College Of Commerce and Finance, Villanova USA.
- Nocke. V. and Teaple. S (2007), **"Cross- Border Mergers And Acquisition Vs. Greenfield Foreign Direct Investment: The Role Of Firm Get erogeneity"**, Journal Of International Economics.
- Nunan. C (2006), **"Petrodollar or Petroeuro? A New Source of Global Conflict"**, FEASTA, Review No 2.
- Odell. P. R (2005), **"Can another Oil Price Crash Be Avoided?"** Energy Politics.
- OECD (1999), "**OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment"**, Third Edition, Paris.
- OECD (2004), **"Glossary of Foreign Direct Investment Terms and Definition"**, France. Available at:- www.oecd.rog

- OECD (June 2008), **"The Impact of Foreign Direct Investment on Wages and Working Conditions"**, OECD Conference Center, Paris, Franca.
- OECD (October 2007), **" International Investment Of Sovereign Wealth Funds: Are New Rules Needed?"** Investment Newsletter, Issue 5.
- OECD Economic Outlook (2007), No. 76.
- Ouliaries. S. and Others (2005), **"The Structure of Oil Market and Causes High Prices"**, IMF.
- Oulisris. S. and Others (2004), **"What Hinders Investment In The Oil Sector"**, IMF Working Paper.
- Pal. P (November 2006), **"Foreign Portfolio Investment, Stock Market and Economic Development: A Case Study of India"**, the Annual Conference on Development and Change Mission, Sao Paulo, Brazil.
- Palmade. V. and Anayiotas. A (2004), **"FDI Trends: Looking Beyond the Current Gloom in Developing Countries"**, the World Bank Group.
- Park. D (2008), **"Macroeconomic Effect of High Oil Prices"**, Asian Development Outlook.
- Park. J. and Ratti. A (2008), **"Oil Price Shocks and Stock Markets in the U.S. And 13 European Countries"**, Energy Economics 30.
- Parry. W. H., Walls. M. and Harrington.W (2006), **"Automobile Externalities and Policies"**, Resources for Future. Available At Www.Rff.Org

- Parson. J (2005), **"Theories of Location"**, Bellingham Summer Philosophy Conference.
- Pascatori. A. and Mowry. B (2008), **"Do Oil Prices Directly Affect The Stock Market?"** California FED. Available at: http://Www.Clevelandfed.Org/Research/Trends/2008/09 08/04ecoact.Cfm
- Peimani. H (June 2003), **"EU And Iran Talk Trade, Not War"**, Asia Times Available:Http://Www.Atimes.Com/Atimes/ Middle_East/ EF07AK02.Html
- Petrtson. J. E (2009), **"The Gulf In Transition During The 1980s"**, Middle East Institution, Washington Dc.
- Pike. R. and Neale. B (2003), **" Corporate Finance and Investment: Decision and Strategies"**, Prentice Hall Financial Time.
- Pirgo. R (2005), **"World Oil Demand And Its Effect On Oil Prices"**, CRS Report Of Congress.
- Poghosyan. T. and Hesse. H (2009), **"Oil Prices and Bank Profitability: Evidence from Major Oil-Exporting Countries in the Middle East and North Africa"**, IMF Working Paper, No 220/09.
- Powel. B (2005), **"The Oil Shock Of The 70th "**, Continues Improvement Associates.
- R. Guseo, Valle. A. D and Guidolin. M (2006), **"World Oil Depletion Models: Price Effects,**

Compared With Strategic Or Technological Interventions", University Of Padua.

- Razafimahefa. I. and Hamori. S (2005), **"An Empirical Analysis Of FDI Competitiveness In Sub–Saharan Africa And Developing Countries."** Economics Bulletin, Vol. 6, No. 20.
- Reilly. F. K. and Norton. E. A (2007), **"Investments"**, Thomson printed, United Kingdom.
- Rivera. F. L. and Rivera. L (1985), **"International Finance And Open Economy Macroeconomic"**, Macmillan Publishing Company, New York.
- Robe. M. A. And Others (2008), "**Fundamentals, Trader Activity And Derivative Pricing"**, CFTC.
- Robinson. R (2007), **"Positive Mountain Externalities: Valorization Through Policies And Markets"**, Mountain Policy Project, Third Meeting Of Adelboden Group.

  Available At Www.Fao.Org
- Ruiz.J. and Vilarubia. J (2007), "International **Recycling Of Petrodollars"** BANCO DE ESPAÑA, Working Paper No 0605.
- Sadorsky. P (1999), **"Oil Price Shocks and Stock Market Activity"**, Energy Economics; Elsevier, Vol. 21(2).
- Salvatore. D (2001), **"International Economic"**, John Wiley& Sons.

- Shah. R (February 2010), **" Sovereign Wealth Funds: Investment Trends Following the Financial Crises"**, State Street Global Advisor.
- Shign.Y (2007), **"Impact Of Higher Crude Oil Prices and Changing Macroeconomics Condition on Output Growth in Germany"**, International Research Journal of Finance and Economic, EURO Journal Publishing.
- Shouyang. W (2005), **"Crude Oil Price Forecasting With TIE Methodology"**, Journal Of Systems Science And Complexity, Vol. 18 No. 2.
- Sieminski. A (2005), **"Oil Market Transformation"**, Dutsche Bank, German.
- Simone. G. and Manchin. M (2009), **"Outward Migration and Inward FDI: Factor Mobility between Eastern and Western Europe"**. Available Www.Stat.Unipg.It/Aissec2009/Documents/.../147_Desimone_Manchin.Pdf.
- Smolyar. L (May 2006), **"Petrodollar: Tracking The Flow And Investment Of Oil Windfalls - Today VS 1970's 1980's"**, Leonard N.Stern School Of Business, New York University.
- Stancik. J (2007), **"Horizontal and Vertical FDI Spillovers: Recent Evidence from the Czech Republic"**, Center of Economic Research and Graduate Education, Economic Institute Of Czech Republic.
- Šumpíková. M., Pavel. J and Klazarl. S (2003), **"EU Funds: Absorption Capacity and Effectiveness of Their Use, With Focus on Regional Level in the**

Czech Republic", the Grant Agency of the Czech Republic, Working Paper No 402/03/1221.

- Tejima. S (2003), **"Economic Development of African Counties through FDI"**, Nishogakusha, Japan. Available Http://Www.Mofa.Go.Jp/Region/Africa/Conf0302/Fdi.Pdf
- The Economist (2007), **" Near East Meets Far East: The Rise of Gulf Investment in Asia"**, A Report from the Economist Intelligences Unit, Arcapita.
- Toche. P (2009), **"Elasticity and It Is Applications: Case Study Oil Prices and OPEC"**, Mankiw, Priciple of Microeconomic.
- TRANSPORTATION ECONOMICS & MANAGEMENT SYSTEMS, INC (October 2008), **"Impact of High Oil Prices on Fright Transportation: Model Shift Potential in Five Corridors Technical Report"**, TEMS INC,
- Tverberg. G.E (2006), **"Oil Shortages: The Next Katrina?"** Towersperrin, Atlanta.
- Twaronite. L (2007), **"Weak Dollar Adds To Upward Pressure on Crude"**, Marketwatch, San Frncisco.
- UNCTAD (2006), **"FDI from Developing and Transition Economics: Implication for Development"**, World Investment Report, New York and Geneva.
- **URL:**Http://Www.Economicsbulletin.Com/2005/Volume6/EB-05F40005A.Pdf

- Vahter. R (2004), **"The Effect Of Foreign Direct Investment On The Labor Productivity: Evidence From Estonia And Slovenia"**, University Of Tratu,
- Wiegand. J (2008),**"Bank Recycling Of Petro Dollars To Emerging Market Economies During The Current Oil Price Boom"**, IMF Working Paper, No 180/05.
- Wilhelms. S (1998), **"Foreign Direct Investments And It Is Determinant In Emerging Economic"**, United Stated Agency For International Development, Washington.
- Williams. J. L (2007), "**Oil Price History and Analysis"**, Wtrg Economics, London.
- Williams. K (2008), **"The International Oil Market: An Application Of The Three- Agent Model "**, Bank Of Jamaica, Working Paper WP02/11.
- Yazdipour. R (1987), **"A New Test of Market Imperfection Theory of Foreign Direct Investment"**, Ohio State University.
- Ye. M and Others (2001), **"Forecasting Oil Spot Price Using OECD Petroleum Inventory Levels"**, International Atlantic Economic Conference, Athens, Greece.
- Zimberg. B (2008), **"Crude Oil Forecasting With ANFIS"**, Alcohol Y Portland ANCAP.

** ** **

الفهرس

الموضـــــوع	صفحة
مقدمة	٧
الفصل الأول: التحليل الاقتصادي للسوق العالمية للبترول خلال	١١
الفصل الثاني: الإطار النظري للاستثمار الأجنبي المباشر	٧٩
الفصل الثالث: الآثار الاقتصادية للتغيرات في أسعار البترول على الاستثمارات الأجنبية في الدول غير البترولية	١٤٧
الفصل الرابع: قياس الآثار الاقتصادية للتغيرات في أسعار البترول على الاستثمار الأجنبي.	٢٠١
الفصل الخامس : الخلاصة والنتائج	٢٢٥
الملحق الإحصائي	٢٣٣
ملحق الرسوم البيانية	٢٤٧
المراجع	٢٥١

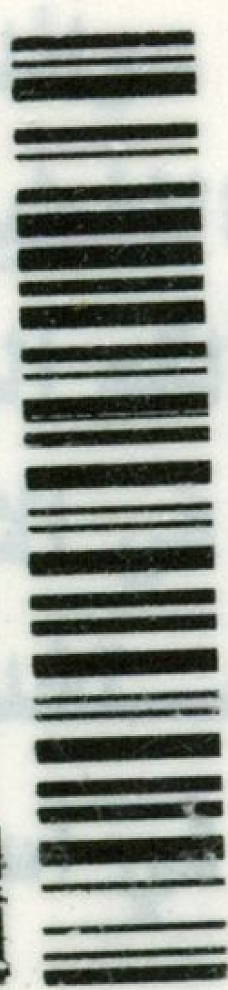


البترودولار والاستثمار الأجنبي

دراسة تحليلية

يعد البترول أحد أهم المتغيرات تأثيرا في الحياة الاقتصادية، والبترودولار تعبر عن الظاهرة النقدية للبترول؛ أي يعبر البترودولار (البترو عملة) على المدفوعات والعوائد من البترول. الأمر الذي قد يخلق تأثيرا على أسواق رأس المال والتمويل الدولي في الدول غير المنتجة للبترول. وتأخذ هذه العلاقة بعدين الأول؛ يتمثل في الصدمة الاقتصادية التي تحدث من الارتفاع المستمر والمفاجئ لأسعار البترول على الأسواق المعنية، ويعتني الأثر الثاني بظاهرة زيادة العوائد البترولية للدول المنتجة للبترول، ونمط وسبل استثماراتها المباشرة وغير المباشرة في الدول غير المنتجة للبترول، وهنا تتناول الدراسة الأبعاد التالية.

- اثر التغيرات التي تحدث في ارتفاع البترودولار على الاستثمارات الأجنبية المباشرة للدولة غير البترولية، سواء من حيث التأثير على مشروعات الاستثمار الأجنبي القائمة، أو من حيث التأثير على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر لهذه الدول.
- أثر التغيرات التي تحدث في البترودولار على أسواق رأس المال في الدول غير المنتجة للبترول ، حيث التأثيرات التي قد تخلقها الصدمة السعرية للبترول على أسعار الأسهم، ومدى كفاءة أسواق رأس المال للتعامل مع المتغيرات في البترودولار، وكذلك نوعية التأثير على الأسهم المدرجة، ومدى التأثير من حيث الأجلين القصير والطويل.
- وختاما؛ تتناول الدراسة ظاهرة البترودولار من ح[illegible]ول البترولية، والتي ترتفع بشكل كبير لا سيما خلال فترة الطفرا[illegible]في ظل ضعف الطاقة الاستيعابية لهذه الدول على امتصاص ه[illegible] من عائدات البترول، تبدأ رحلة البترودولار في الاستثمار الأجن[illegible]واق المختلفة، فاعتنت الدراسة بتناول تطورات البترودولار ونم[illegible] أهم الأسواق المستقطبة، ونوعية الأصول التي اعتنى البترودو[illegible]رها خلال فترة الطفرة النفطية الثالثة.



د/إمام محمد سعد

I.S.B.N.978-977-276-642-0



